全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WORLD TOP
EXECUTIVES
世界高管丛书

多赢对冲投资

温 天/编著



罗斯柴尔德怎样扌…森？本书用最简单的道理告诉你**大师中的大师**如何运作资本

作者亲历罗斯柴尔德进入中国的**多赢对冲**顶尖操作，折服于**犹太金融高手**的商业智慧

复旦大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WORLD TOP
EXECUTIVES
世界高管丛书

多赢对冲投资

温 天 /编著


宁波大学园区图书馆
藏书
NLIC


NLIC 2970752262

復旦大學出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

多赢对冲投资/温天编著.—上海:复旦大学出版社,2011.6
ISBN 978-7-309-08204-3

Ⅰ.多… Ⅱ.温… Ⅲ.对冲基金-投资-研究 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 112869 号

多赢对冲投资
温 天 编著
责任编辑/岑品杰

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编:200433
网址:fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com
门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853
外埠邮购:86-21-65109143
常熟市华顺印刷有限公司

开本 890×1240 1/32 印张 8.75 字数 179 千
2011 年 6 月第 1 版第 1 次印刷
印数 1—4 100

ISBN 978-7-309-08204-3/F·1710
定价: 16.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



温天，法国爱德蒙得洛希尔银行股份有限公司在中国业务的创始人、执行董事和业务总经理，曾任该行上海代表处首席代表和中海基金管理公司董事。拥有香港中文大学会计硕士和美国亚利桑那大学MBA学历。2001—2005年，在华安基金管理公司担任公司核心业务战略、产品和市场营销负责人，是第一代本土资产管理专家。2005年，加盟爱德蒙得洛希尔银行，首先帮助该行申请到QFII执照并达成了与中国银行的产品合作。其后，在中国银行参股爱德蒙得洛希尔银行过程中扮演了核心角色，作为介绍人、商业结构设计者，参与了全程的定价、谈判和商务安排。在爱德蒙得洛希尔银行收购中海基金成为其战略投资者和第三大股东过程中，充分展示出多赢对冲的实践智慧，历时5年，力促双方无摩擦合资成功，创造了中外合资基金公司的一个“标杆”。除在与中国银行合作中担任主办人和领导人角色外，还参与协调了爱德蒙得洛希尔银行在中国的多个项目，中国各大商业银行展开了良好的业务沟通。此外，还拥有多年担任境外私募股权基金投资决策委员会员成员和执行事务合伙代表的经历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



LA COMPAGNIE FINANCIÈRE
EDMOND DE ROTHSCHILD BANQUE

GROUPE
LCF ROTHSCHILD

le 22 oct. 2008

Le Président du Directoire

Michel Cicurel

My dear Wen,

Just a few words to congratulate you for our wonderful deal with BOC — This partnership is an extraordinary for our group, and it would have been impossible without your talent!



LCF Rothschild 集团主席 Michel Cicurel 与作者一起访问中国银行

（信函大意　我亲爱的温：我想用简单的几句话祝贺您帮助我们与中国银行达成这项完美的交易——这一合作伙伴关系对我们集团而言是一项创举，而如果没有您的天才，这一切都将是不可能实现的。（下略）　Michel Cicurel　2008 年 10 月 22 日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有启示录

（代序）

无可否认，我们不能完全排除2009年将是带来经济与金融启示的一年。信贷泡沫的破裂带来了漫长而痛苦的通货紧缩的威胁，以及一连串社会、政治甚至军事的戏剧性场景。

无可否认，自2007年夏天以来，所有的观点已被打破。在美国，不仅银行业和金融系统处于摇摇欲坠的悬崖边缘，甚至监管机构及其监管规则也正在受到质疑，包括美联储过于自满的货币创造以及对贷款机构过于宽松的控制。而曾经在互联网泡沫中涉嫌玩忽职守的美国证监会现在发现自己因为不可思议的麦道夫丑闻而再次名誉扫地。评级机构则被指控为晴朗的天气打伞并为涉嫌有利益冲突的客户评级。正当会计界刚从安然事件中恢复过来之时，会计准则又被指控加重了危机，刺激了泡沫。现在每个人都明白没有人不犯错误，但在控制塔中犯的错误要比在飞行甲板上的严重得多。对保障系统的不信任孕育了严重的信任危机。

无可否认，在18个月内所有类别的资产全部贬值。这一切都始于那些证券、不动产和利率产品，其次是股票、商品、对冲基金和非上市类别。而目前现金正与莫测高深的汇率波动作着斗争，明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天又会有恶性通货膨胀的风险。总而言之，面对危机，一种令人抑郁的阴谋的到来预告了世界末日或另一个世界。没有人能真正发誓说这样的预言是错误的，而我也不打算尝试。

这样使整个星球震动的剧变是没有先例的。那些将此与1930年相提并论的人们忽视了世界将毫无疑义地不惜一切代价避免灾难性的历史重演。那些将之看作与1990年代的冲击相类似的人们也不完全正确，因为我们正在经历第一次全球性的危机。我们应该认真解决第一次全球治理的问题，而不是在全球范围内重演日本综合征。任何与过往事件的相似性将是纯粹的巧合。

我相信我是最早公开指出在过去几年伴随全球经济增长的失衡情况的人之一（在2007年1月我的一篇题为《金融世界正在走钢丝》的文章中）。但是，我大大低估了2008年秋天银行业和金融危机冲击的猛烈程度。因此我冒昧地提出了一些基于清晰判断力的想法，也是在这一混乱的阶段投资者必须坚持的几个非常简单的观点。我的建议包括以下四点。

1. 不要轻易援引“资本主义再造”

这是一种幻想——不是说危险——去尝试建立一种具有更多国家干预的严格监管，“再造资本主义”以“防止同样的事情再次发生”。开明的专制对危机完全没有预防作用。现代经济，如同任何复杂的有机体，只能在分散决策系统下兴旺发达，而不是交通法规、警察、事故和救护车。泡沫的形成与破裂如同市场经济本身一样古老。熊彼特精彩地展示了创新与危机的永恒辩证是如何在市场经济体制下描绘出一条强劲的成长曲线的。

因此，我们将摆脱危机，并将恢复到强劲的增长曲线中，并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得到正处于外汇盈余的新兴市场和正积极成为全球化载体的新信息和通讯技术这两大优秀增长引擎的驱动。

无论如何，这一危机可能还鼓励了新的增长动力更迅速的出现。我们该如何解释当黑金主要集中于政治不稳定的国家时，西方国家(法国除外!)将被动陷入对石油的完全依赖中这一事实?美国如何能如此长时间地忍受在它后院的大排量汽车?显然，化石能源价格的显著上升将伴随着经济的复苏。一旦危机过去，就将是彻底改造的时候。后石油时代将看到一条在即将到来的几十年里保持增长的未来大道，并将有益于各国的政府、企业和投资者。

2. 没有预测，甚至没有快速复苏期

在这前所未有的危机中，没有任何经济和金融的预测可以消除疑惑。没有启示录，很难设想除了依靠旧的金科玉律拯救一部分人的资产(投资于黄金)以外没有别的补救方法。也没有快于预期的复苏。相信危机的拐点将在 2009 年的夏天到来不是什么禁忌。出于基于最严重的美国经济衰退通常持续时间的技术原因的考虑，经济政策工具的生效将需要一段时间。而针对危机的一系列解救措施与危机本身一样令人印象深刻：利率削减与中央银行为帮助公司进行的直接干预；大量对银行系统和经济的政府支持；来自石油和商品，甚至可能是租金价格的下跌在相当程度上刺激了家庭购买力；公司清仓甩卖。

假如没有系统性的金融事件出现打断所希望的复苏期，美国的实体经济必然复苏，因为它代表了全球经济的四分之一。同样，大多数的新兴国家也必然出现复苏，因为它们代表了另外四分之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一。欧洲和日本没有陷入这样的困境，在不景气的时候伏击以待有时是一种优势。为了维护这一有利局面，无论多么近似，我们必须欢迎在全球治理方面的历史性进步。难道我们能够想象以民族主义和保护主义来应对全球性危机的惊天动地的后果？我们是否真正意识到当欧元面临来自大西洋的旋风时欧盟所代表的显著保护的真正价值？无论如何，无可否认的是，在这一广泛的全球合作正处于萌芽阶段的时候，未来（正如同刚过去的岁月）将被不可分开的中美火车头所推动。作为一个五年令全球经济增长5%的国家，由于美联储对中国顺差的循环失去控制而导致了美国的信贷泡沫，而两个正在被执行的最为庞大的刺激计划将主导正受到美元的脆弱性威胁的国际货币体系。两者的国内冲突会否超出控制？两个大国间会不会因保护主义而引发货币战争的风险？我不这样认为，因为它们的命运与这些睿智而务实的领导人之间的对抗紧密相连。

3. 在其恢复危机前价值前不注销任何资产类别

面对如此众多如同现代启示录一般的前景预测以及如同回到黄金国般的“三十年全球增长”的言论，作为一个消息灵通的投资者的想法是怎样的呢？首先，对于我来说，所有在过去18个月中贬值的资产类别将毫无例外地恢复价值。因为这些都将在金融系统中扮演高度分工的角色以匹配那些资本的需求者与提供者。而且由于危机，资产分类在世界上更为重要了，因为它是否危险是不可知的。

而发达国家从新兴世界回收盈余资本，需要能在任意时间和地点还原资产类别的复杂的金融中介。股票市场可能是首先预计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到经济复苏的，但波动不会很快下降。利率下降以及风险溢价可能仍然会支撑私有债券市场，但是有公司违约是不可避免的。波动和不确定性自然会看到对冲基金、衍生品和结构产品在危机之后以更强大的产品管理恢复它们的吸引力。当所有的资产类别都因流动性的过剩而出现过度上涨时，它们都将在信贷泡沫破裂时名誉扫地，而在正常的流动性状况再建时恢复特定的吸引力和缺点。所有的资产，没有特别好与不好的。

4. 培养长期回报

那么，这次危机就真的没有任何影响吗？一切都将恢复"如初"？在2007年的年报中，Baron Benjamin，爱德蒙得洛希尔集团的主席，对货币价值的损失深表遗憾，正如人们所想象的那样。他指出自由信用已经成为攫取货币价值的有力工具，其结果是失去对现实的把握。他说："利率是对努力、投资、风险以及时间的回报，在21世纪早期盛行的投机助长了信贷滥用，伴随着流动性过剩，发现有可能避免支付相当的租金。当不再需要承担机会成本，人们举止若狂。"这个论点说明了可能仍是所谓的"资本主义再造"唯一重要的轴心：尊重时间。

但是让我们明确，在这一可怕的危机中私人投资者表现得泰然自若而富有理智，不论他们是作为个人股东平静面对急剧波动的市场，作为主要银行的忠实储户而不论其面临如何严峻的局势，还是作为老练的私人客户面对各类别资产的全面亏损。我坚信首先是这样的投资者代表了市场经济的基石，他们会教给控制塔里的监视者们长期的好处，除此以外无法创造财富。因为，如果2008年理所当然地是流动性饥渴的年份，那么2009年也理所当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然地是业绩饥渴的年份，需要长期投资。

（我在中国内地找到的第一位员工温天在2009年时告诉我他正在编写一套介绍基金投资策略和黄金等内容的丛书，并请求将我的这篇年终致辞作为序言，我同意了。）

Michel Cicurel

LCF Rothschild 集团主席

2009年1月27日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

引言 1

另类投资管理中的系统化模式 10

定义另类投资管理:一项复杂的活动 11

另类投资管理与股市体系 29

对冲管理常用的投资工具 36

对冲基金管理和多赢对冲基金管理:基本原理 45

对冲基金的主要特性 53

多赢对冲投资成功的秘诀 66

欺诈、破产与清盘 71

对冲基金的规范立法 83

对冲基金运行中的主要参与者 87

另类投资管理的方法 90

中性市场策略:风险的抵消 91

相对价值/套利交易:差价利用 92

事件驱动型策略:对于意外事件的利用 93

投机策略 95

整体策略:经济学家的眼光 96

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观策略:备受争议的策略 96
长短期资产管理 97
私人股权管理:非上市投资 99
私人股权投资技术的运用 99
根据投资策略的细分 100

如何进行多赢对冲基金管理 109
立法规范 110
多赢对冲基金管理的特性 120
基金挑选工具和方法 123
技术规范准则:另类投资管理协会(AIMA)提出的审查要点 129
金融市场监管局关于对冲基金管理和多赢对冲基金管理的几点详细说明 131
乔治·卡尔维茨的传奇故事 134
另类投资管理的原则 143
投资者的应付费用 149
对另类投资的几点思考 151
另类投资的主要风险 153
对于未来多赢对冲投资的预测 158

中国多赢对冲投资 165
2010年阳光私募行业年度报告 166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信托理财的全新平台：有限合伙企业 172

多赢对冲投资的中国模式：TOT 180

中国阳光私募产业调查 191

证券投资信托发行报告 202

《信托公司净资本管理办法》解析 211

2010 年中国信托行业业绩表现分析 224

2010 年私募大事件盘点 231

附录 234

多赢对冲投资操作模式实战介绍 234

资本控股基金概况 246

朋友和天命的“多赢对冲”（跋） 264

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引　　言

这本小书的编写前后花了近两年的时间，它实际上是我对工作中接触的投资机制心法的一种个人化的总结。

正是由于2010年春在国金证券主办的国内私募基金年会上所作的一次关于对冲基金的基金的演讲在北京激发了热烈的反响，经过复旦大学出版社刘子馨先生点拨，使我认为应当向国内投资者介绍点大型金融机构的玩法和下一个十年中国资本故事的母题。

多赢对冲的投资思维

刘先生上个世纪推出的证券红宝书曾经影响了一代股票投资人。我和他一起联合中国银行外汇专家策划并编著的"八仙金融智慧丛书"直到现在仍是外汇做手们的入门读物之一。刘先生说：现在人们需要的不是教材，而是像你这样在里面的人写的亲身体验。不要写大家都知道的，要告诉人们一点新的玩法(尤其是世界高管们的说法和他们的商业逻辑)。这里的多赢对冲就是新玩法之一。它讲的是利用对冲机制形成的多元投资结构以达到最终结果。无论是商业操作还是人生选择，多赢对冲都是一个人成熟的表现。与赢家在一起，就像与国王一起散步一样，能帮助你站在有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

优势的趋势一边。永远也不要只跟一个国王散步，即使你有大如林氏家族在印尼的势力，苏哈托家族倒在经济危机中的时候，林氏王国也无法对冲风险了。他建议编撰一套“世界高管丛书”，并以本书“抛砖”以便于今后“引玉”。

在进入 LCF ROTHSCHILD GROUP(我们曾用的正式名称为“爱德蒙得洛希尔银行集团”)之前，我根本不知道对冲基金历史上最耀眼的三个人的名字都和这个公司联系在一起。这三个人就是：世界上第一个对冲基金经理阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯，用宏观对冲策略打败英格兰银行的乔治·索罗斯和约翰·保尔森。这三个人是多赢对冲策略的最大受益人。没有对冲基金的基金这种机制，单凭他们的天才无法实现富可敌国。关于基金的基金和对冲基金的基金，对我个人来讲并不陌生。2004 年，我在华安基金工作的时候，为了扩大首发规模，曾经引进第三方合作信托上海信托及外部投资顾问公司发行了国内第一个基金杠杆信托。这一点点突破，如今已被那只信托的投资顾问上海证大投资的朱南松发挥到了极致，他由此而成为发掘制度红利，大胆使用杠杆的中国多赢对冲策略的一个大赢家。朱南松和一些像他一样的中国对冲基金策略家必将向世界展示投资界的传奇。

我与索罗斯的赞助人交朋友始自 2006 年。利用到法国总部参加集团基金经理大会的机会，为了求证索罗斯是不是像《货币战争》的作者宋鸿兵所描述的那样是罗斯柴尔德的黑打手，我找到了集团内当年为索罗斯做投资人的皮埃尔。他就是我们集团商品对冲基金的基金创始人皮埃尔·巴拉泽尔。他告诉我，银行基金的基金曾经长期投资在索罗斯的基金中，“但我们只是投资人，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的回报一直很好，年均在30%—40%。从1969年起大约有三十多年，大概2003—2004年在索罗斯基金转型为捐赠基金的时候，量子基金的投资人包括我们的对冲基金的基金从中退出。因为量子基金的管理团队只服务自己的钱了。”皮埃尔还耐心地向我介绍了他自己对于这个行业的理解。从他那里我知道，原来我们银行的大股东爱德蒙得·罗斯柴尔德本人就是把钱投给对冲基金的基金的第一人。此后，每次到总部我都想办法发现一些机会与皮埃尔或他们团队中的CIO开一两次会议交流心得。他们最多的时候覆盖全球一万多只对冲基金，分为巴黎、日内瓦、伦敦三个中心来运营。为了理解他们所说的具有欧洲通行证的基金样式UCITS和一系列金融创新载体，我曾经三次去卢森堡，在这个全球基金托管和运营的第二大大本营，从托管和第三方服务的方方面面来剖解基金体系及其活力源泉所在。

本书说不上解开了对冲基金的什么奥秘。我唯一想做到的，就是告诉你世界上有这样一种人，他们靠智慧驾驭对冲基金经理来达到目的，他们选对冲基金经理的本事十分了得。与他们一起坐在爱丽舍宫边上古色古香的办公室或者后花园里喝咖啡，听他们风平浪静地讲资本市场上的惊涛骇浪，讲述对冲基金经理的故事，你懂得，那叫淡定。这是欧洲真正的富人掌握资本流动的规模之后一种顶级玩法。他们把自己的钱拿一部分让顶级高手们互搏，然后让更多的钱追随赢家行动。

多赢对冲投资的投资方式

在本书的叙述框架下，投资方式分为传统和另类。另类投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式再细分为纯对冲基金和对冲基金的基金，以及私募股权基金和其基金的基金以及期货管理账户。多赢对冲指的就是多元策略的对冲基金的基金。虽然多赢对冲投资管理在过去二三十年内经历了高速的增长，但我们的媒体似乎还没有认识到多赢对冲投资管理的意义，那些舆论既没有重视这一投资方式所带来的超额收益，也没有反思它对于市场的深远影响。但是，作为财富世界的新贵，中国尤其不能忘记教训，以免人家叫你的钱为傻钱。

顾名思义，另类投资管理是非传统的资产管理方式(传统的资产如债券、股票与房地产)。如今它已经成为被公众广泛接受的投资方式之一。首先接受这一创新的是专业的机构投资者，现在它也被很多富有的个人投资者所采纳。对于机构和个人投资者来说，参与另类投资管理的主要渠道为多赢对冲基金。这种基金由不同的对冲基金组成，即多赢对冲基金的基金经理选择不同特性的对冲基金，并将它们最终纳入统一的投资组合体系。

这种管理方式为欧洲的绝大多数机构投资者所采用，并在金融投资组合中发挥着重要作用。不过，另类投资管理也有一个明显的进入门槛，那就是它的复杂性。主要原因是，目前即使那些股票和债券等有价证券也还没有被广大储户所真正了解。中国的储户和银行更关心的是能否保本，也因此成为另类投资管理中那些所谓保本结构产品的"洗劫"对象。直到现在，国内的另类投资管理仍然没有迈出具有决定性意义的一步。由于它的复杂性和不公开性，我们仍然没有抛开成见去真正认识它。鉴于此，我们告诉各位：另类投资管理首先是建立在传统资产的管理方法上的，同时它们也有基于自身特点的管理方式。我们前面说到的多赢对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金管理，正是在这众多投资管理方式的基础上诞生的。

这些另类投资管理方式所涉及的产品种类与日俱增。对冲基金研究机构(HFR)提供的数据显示，即使在金融市场委靡不振的2007年，这些产品数量的增长幅度也达到了10.41%。在欧洲，这一增长幅度更为显著。根据法国管理协会所提供的数据，该年度对冲基金产品的增幅达到了42.6%，所涉及的资产总价值高达378亿欧元。实际上，越来越多的企业和养老基金会的财务总管们被这些产品所展现出的优越投资收益所吸引。但是，另类投资的管理者是如何追求这种绝对利益的呢？其核心理念是要选择那些和股指收益直接不相关的投资产品。

这一核心理念也支配了在中国公募基金中积累了经验的基金经理“私奔”到阳光化信托的过程。这种市场选择机制目前甚至改变了部分理财产品的版图。2007年，传统的国内公募产品最鼎盛时曾一举达到3万多亿元管理资产；2011年，带点另类色彩的信托理财产品加上私募股权基金已超过了公募基金。现在公募的专户又形成了PK信托的产品结构。分业监管在这里无形中为金融创新留下了一点自由度。

多赢对冲投资的特点

证监会用专户的特定处理方式，让公募基金推出了一个可以和阳光私募竞争阿尔法提供者的平台。接下来，从股权价值这个维度，如果实现了基金经理人的持股和合伙制基金管理公司的推出，中国资产管理行业会迎来一次大发展，多赢对冲基金就会有更大的空间来发挥其优势。它的优势在于：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 绝对收益：也叫独立于市场波动。对冲基金的最大卖点在于，它告诉客户通过理念和方法的确定性来确认收益的确定性。在一个不确定性的市场中，确定性是一个稀缺的东西，它实质上是降低了亏损的概率，而不是像人们通常所认为的不管客户死活，只管自己玩得心跳的乱冲。多赢对冲所采用的衡量确定性的指标是收益除以风险，这就是投资的性价比（为了避免在客人对自己质疑的时候毫无回旋余地，基金经理人把它叫作信息率——“客户赢得里子，经理赢得面子”）。

2. 私募：不公开发行，有限的投资者数量，这也叫资金的封闭性。它使对冲基金可以规避水平参差的监管，百里挑一，采用灵活复杂的投资策略，以较高的门槛，换得了门内的自由度，当产生超额收益时分享起来多方高兴。

3. 业绩提成：通常是双向的，使投资者和投资管理者共享收益和损失。好听一点的说法叫分红激励体制。

4. 对冲：通过技术屏蔽市场风险，使管理资产只承担胜算较大的风险，以取得较确定的最不冒进的收益。因此可以说它强调的恰恰是风险控制。对冲在这里其实反倒成了一种中庸之道。多赢对冲更上一层楼，通过发现善于对冲的优势基金经理人，成为知人善任的“王道”践行者，来减少波动性巨大的个别“霸道”对冲家造成的失误，达到了管理上的“用中”。

5. 杠杆：同时放大风险和收益。多赢对冲可根据风险承受能力调整预期收益和风险。翻译成听得懂的策略，就是索罗斯所说：“投资的成功关键不在于你的对与错，而在于你做得对的时候你做得足够大。”这叫利用市场的弱有效性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在中国的绝对收益产品市场上，基金专户、银行理财、券商集合理财、阳光私募和保险理财账户平分天下。它们在形式上也都设有投资门槛和业绩提成安排，很多还通过结构化的形式提供了杠杆。银行理财、信托产品、保险产品、基金专户事实上也出现了复合基金。在股指期货出现以及股票卖空还未有足够深度之前，这些产品的经理人没有培养起足够多克服化解风险的能力和对冲投资的理念。同时受制于监管的分业性、境外投资的过度监管以及对对冲基金的误解，中国市场上还没有足够多的对冲基金可供发展这种以多赢对冲为模式的第三方理财平台。

我要纠正的一个认识是：多赢对冲并不是保赢不输。它实际上是帮助投资者形成一种中国话叫平和的心态，即帮助人们在追求收益的同时，也考虑收益的性价比。它的能力在于寻找一个高性价比的经理群来形成自己高效的资本运营。

在成熟市场上对冲基金的投资信息率通常低于 1.5，洛希尔的多赢对冲策略长期低于 1.47。这意味着年亏损概率会在 10% 以下，这在中国的基金产品中会被描述成长期稳健收益。这些要靠多赢对冲策略才做得到的“性价比”，你会在大多数中国的公募基金产品说明中看到。人们常常怪国内公募基金“杀进杀出”，其实它们真的是好心要做到多赢对冲的实际效果，可那是多么不容易实现的事。这样一来，只是让券商的佣金多多益善了。

从本质上说，另类投资管理（无论单一对冲基金还是多赢对冲基金的管理）要面临以下几个方面的难点：

——它往往需要运用复杂的分析方法来建立严密的投资模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——它在某种程度上是对现有整套管理体系的结构化与重组,因此,传统意义上的单一投资体系已经不适用于它。

——另类投资管理目前的声誉欠佳,因为人们常常认为另类投资管理只是纯粹的“投机倒把”。

——最后,另类投资管理操作上的不透明性、封闭性和缺少监管也是困扰该领域众多参与者的难题(原因如前所述)。然而,值得一提的是,那些机构投资者对另类投资管理的高涨热情,已经极大地促进了另类投资操作程序的规范化。

多赢对冲基金管理旨在建立不同投资组合策略的统一平台。那么,它究竟是服务于谁的?它的最终目的是什么?它又是如何具体操作的?本书旨在解答这众多的疑问,并让读者对这一被媒体误解、看上去深不可测的投资领域有个大体清晰的了解。

同时,我们也拥有足够的历史资料对这一投资领域进行严格分析。事实上,第一只对冲基金诞生于 1949 年,而第一只对冲多赢对冲基金到 2009 年也将庆祝它的 40 岁华诞。后者至今仍然活跃,并且它的运营理念始终如一。这一理念也是所有对冲基金的共同目标:**在投资风险最小化的同时实现绝对利益。**研究对冲基金的历史能让我们更好地理解这个投资领域,更能让我们抛开以往的那些误解,以帮助我们在未来获得更有把握并且更优越的投资收益。

本书除了参考法国团队的公开出版物——李维小姐最新送我的《多元另类管理》,还参考了《如何管理对冲基金》等书。我的助手 Ray Fan 和 Estelle 也帮助我做了大量的翻译和整理工作,尤其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是其中的脑图和表格。关于中国业界的介绍，感谢朝阳永续公司的郭慧提供的资料和国泰君安证券的杨吉吉。所以，本书叫“编著”，以体现我并不想把自己装成一个专家，只是为您多赢对冲化地导游了一次。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另类投资管理中的系统化模式

要理解多赢对冲基金管理以及它的诞生与特性，我们不能不提到被那些多策略基金管理者经常运用的投资标的——那些名声显赫的对冲基金。然而，历经数载之后，这一另类投资管理方式才正式被公认为一项系统的管理策略。事实上，直到 2000 年初，欧洲的一些大型机构才开始真正推出多赢对冲策略基金产品。而且，综观那些运营这一策略的资产管理公司，有许多都是长期经营该领域的大型金融集团，比如爱德蒙得罗斯柴尔德金融集团、法兴集团、巴克莱集团。特别值得一提的是，这些大型金融集团都实行多赢对冲基金管理，尤其是在以机构名义进行套利交易方面。

尽管许多金融机构呼吁为另类投资管理正名，因为它现在已不再那么“另类”，而是很流行和普遍了。必须指出，这一管理模式所涉及的产品在西方通常只面向那些最富有的高端客户，在英美国家，这些客户往往都是私人银行的服务对象。根据法国 AMF 有关人士回忆，短短数年间，通过 UCITS 基金的机制，仅仅在法国和卢森堡等国，另类投资管理已出现在众多投资领域，如多赢对冲基金，甚至还出现了一些多赢对冲寿险合同。另类投资的普及化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势似乎不可阻挡。这些年来，另类投资管理以“润物细无声”的方式逐渐渗透了整个欧洲；通过过去几年在中国香港和新加坡的扩张，另类投资进入亚洲。

在我刚刚加入资产管理行业的2001年，我从艾里克·本吉尔的《另类投资管理》中知道，另类投资管理在瑞士已经有将近30年的历史，在美国则是将近50年，第一只多赢对冲基金诞生于1968年并且至今仍然在运作；但是，有关另类投资管理的著作在中国却寥寥无几。这些事实使我们不难发现一个矛盾：既然根据那些欧洲的专家所说，另类投资管理每天都在引发机构投资者和个人投资者的疑问，那么出版社和相关媒体为何长期保持缄默？这背后有一系列的原因，包括另类投资的声誉欠佳以及长久以来的不透明性。2010年，我在北京的中国私募年会上预感到中国真正有一批人要“大干一场”了。

定义另类投资管理：一项复杂的活动

所有的专家，包括最顶尖的专家在内，都同意如下说法：定义另类投资管理的确是一件颇费周折的事情。

为了定义另类投资管理，第一阶段的任务是需要解释其最基本的含义。根据非传统或者非古典的方法进行管理的投资载体均被视为另类投资管理产品。

然而，这一最简单的定义并没有确切反映其含义。一个简单的例子：在美国，根据上市公司所处的不同行业来选择股票的方式完全属于另类投资管理的高超技术。所以，数年以来，在欧洲很多行业基金——即只介入某一单独经济活动领域的基金——作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金的集合平台(联合信托公司、共同基金、金融市场当局批准的外国基金或者多赢对冲基金)被推荐给投资者。

另一种常见的定义是:"另类投资"是指在股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资方式(见图 1),包括私募股权(Private Equity)、风险投资(Venture Capital)、地产、矿业、杠杆并购(Leveraged Buyout)、基金的基金(Fund of Funds)等诸多品种。

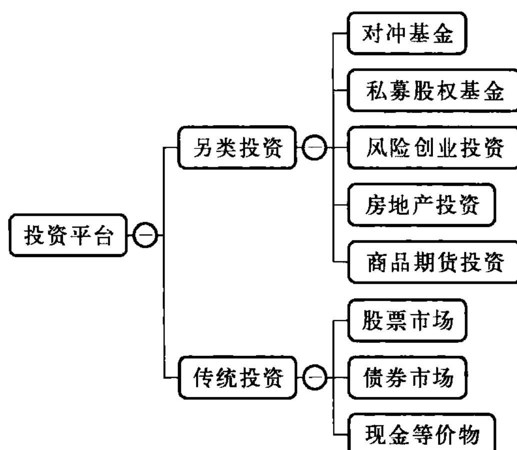


图 1　市场上主要投资平台的分类

另类投资运作的一个根本理念是:市场未必有效率,许多企业、项目的价格没有体现其内在价值,因而离公共交易平台越远,价格与价值之间的偏差可能越高。另类投资的重点便放在没有上市,但具有包装潜力的企业和项目上,通过购买、重组、包装、套现,将收购的企业或项目的价值体现出来。

由于不在公共交易平台上运作,另类投资的一个重大特点便是缺少流动性。一个项目从购入到套现通常需要几年的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间，于是另类投资基金一般设有5—10年的锁定期，中途赎回很困难。

毫无疑问，对于传统的管理者来说，另类投资管理构成了一个重要的灵感来源。经过深入研发得到的理财产品被结构化并重组成“大众消费”产品。不管怎样，这一方法论的转换并没有对另类投资管理的边界作出任何精确的定义。尤其因为另类投资中的“另类”一词是有歧义的，在英语和汉语中具有不同的含义。

在英语中，它的含义是指所有与传统管理不同的管理方式，比如不动产或者非上市投资(私募股权投资)；但在汉语中，另类的含义就是一个简单的第二选择，或非常规的选项。

依据某些理论，另类投资管理将是不直接介入传统金融资产(例如股票、债券以及货币产品)的管理模式。这一理论也有其局限性，因为有不少遵循另类投资管理法的对冲基金经理也和传统管理者一样在各级市场上自由驰骋。

其他理论也提供了不同的解释，即另类投资管理首先具有投机性。只要稍稍关注财经媒体——尤其是那些关于对冲基金的报道——就可以证实这一点。这些诞生于20世纪60年代末、用于管理美国一些本土和国际企业资产的对冲基金，在欧洲一些国家被直接译成“机会基金”。然而，“对冲”一词的本义是规避风险，“对冲基金”的本义是“风险被对冲过的基金”，也可理解为在既定的风险程度下达到利益最大化(见表1)。长期资产管理公司(LTCM)、曼哈顿、阿玛兰(Amaranth)等著名基金及其管理者，之所以成为众人眼中典型的金融投机者，是由于媒体的报道片面地夸大了失控的杠杆效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1 对冲基金和传统基金的主要特征对比

	传 统 基 金	对 冲 基 金
投资目标	相对回报	绝对回报
投资标的	股票、证券	所有可能的金融资产
投资策略	数量有限	数量广泛
法律管制	受到管制	几乎不受管制
业绩驱动因素	资产类型和大盘表现	基金经理的投资能力
收费	管理费用	管理费用+业绩表现费
流动性	开放式、不受约束	封闭式

2002 年 5—6 月间，一些欧洲和美国的上市公司的领导人曾把股价下滑的原因归咎到对冲基金经理身上。他们这么做，是为了向其股东解释为何股票表现欠佳。这一解释并不复杂，罪魁祸首就是那些不按常理出牌的投机者。因此，只要“投机”一词与对冲基金产生某种“必然”的联系，他们的辩解就天衣无缝了。然而，成熟的投资者都明白，在任何时候，我们都不能把某一上市股票以前的辉煌历程和现在状况的差异归咎于单一的原因。

然而，事实与这一偏见是截然相反的：对冲基金并非是金融市场波动的始作俑者。一方面，很少有对冲基金可以通过金融衍生品和高杠杆率作用于所有市场；另一方面，所有对冲基金经理们的共识也可以黏合起来共同牵制股市，起到缓冲垫的作用。众多历史数据已经证明了这一点。

实际上，那些市场交易员和证监会都注意到，在股市低迷不振的时候，比如 2002 年第一季度末和 2007 年第二季度，对冲基金经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理们都大大减少了股票在投资组合中所占的比重。同时，在交易价格走势下跌时产生的卖空行为也是很少见的。

因此，那些斥责对冲基金扰乱了国际金融市场原有秩序的观点是狭隘而错误的。况且，实施卖空行为的也不仅仅是那些对冲基金经理，其中还包括众多的银行同业拆借市场，只不过这些卖空交易并不需要彼此之间互通有无。最后值得一提的是，在欧洲股市危机期间，正是这些对冲基金经理购买了法国电信、威望迪、瓦莱奥以及凯捷等企业的坏债，才帮助了这些企业在危机之中找到了急需的资金来源。

然而，在全球范围内，对冲基金仍是媒体上争议的焦点。这点在较为保守的欧洲尤为突出。以下是发表于 2007 年的几段报纸摘要：

对冲基金业务的持续热潮(摘自《新经济学家》)

这一业务的效应首先体现在微观层面：通过短期持有买进的股票，直接导致企业的兼并与破产。这让企业管理层压力重重。同时，对冲基金的这种超速发展也让公众顾虑不安，大家尤其担心这会造成金融业与工业的时间脱节。在宏观层面，对冲基金的角色也很模棱两可：它们一方面为国际金融体系的健康发展筹集必要的资金，另一方面，这些对冲基金产品内部互相牵制的特性也使它们本身成为一个不可忽视的风险体系系统风险。

对冲基金：天使还是魔鬼？(摘自《世界报》)

“对冲基金究竟是如某些人证实的那样能够帮助获益，还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是会导致局势的动荡?"米歇尔·布拉达,金融市场监管会主席和监管员,在3月28日星期三的《回声报》上给了我们肯定的答复。他同时强调了对冲基金对市场的有效参与。在他看来,对冲基金确保了市场所需的流动资金,通过套利交易完善市场职能,并且能够像一个积极主动的股东那样采取行动以改善企业的管理体制。

与此相反的是,那些更加了解对冲基金的英美媒体却对此显示出不同的态度。当对冲基金管理法则的制订被推上议事日程时,一些英美媒体通过它们的专栏作家发表了题为《不要染指对冲基金》的文章:

我们能抛开那些著名的对冲基金去空谈另类投资管理吗? 答案显然是否定的。50多年来,这一特殊的投资标的已成为孕育各种管理技术的"温床"。如果说在那些大型基金管理公司,尤其是跨国公司,管理者通常只采用一种管理方式的话,那么对冲基金的基金管理则恰恰相反。几乎每一种对冲基金都有与其相对应的特定管理方式。

这也是另类投资专家们的肺腑之言。

在日常工作中,基金经理、市场交易员甚至是那些工作小组有时会发现在某些股市行情中很难获利,例如市价评估的差异、短期股市性能失效等。问题是,在客户委托管理的情况下(比如可变资本投资公司、共同基金、联合信托公司等),传统的基金经理必须采用所有基金管理公司都遵循的共同守则。同样,出于谨慎考虑,他们还必须遵守某些定量标准,这就使他们所作的金融分析无法真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正反映市场和市价的变化。为了突破这个局限性，基金经理们正考虑开发一种操作空间更大的投资载体。因此，我们可以这么说：2007 年底市场上有 1 万只对冲基金在运作，与之相对应的则是 1 万种另类投资管理方式。关于这些管理方式的分类，我们后面还会具体讲到。

即使我们无法给另类投资管理下严格的定义，我们也可以借助一些历史上的事实来说明它。第一批对冲基金诞生以来产生的惊人回报，早已证明了这一金融产品的优良性能。举个例子：在 30 年的管理生涯中，乔治·索罗斯通过惊人的投资洞察力，给他的股东们带来了平均每年 34%的收益！另外一个例子则是关于多赢对冲基金"杠杆控股资本"，它于 1969 年诞生，目前的年度业绩高达 14%以上。

传统资产管理人在面对这些数字的时候也会感到惊讶。在股市大动荡期间，例如 2001 年、2002 年和 2007 年，当时股指已跌到最低点，但是那些对冲基金依然能够保持获利，并以此证明了它们的优越投资回报。除了出色的投资回报之外，这一管理模式本身也引发了公众的兴趣。与传统观念相反，这些对冲基金其实都不能算是投机基金，因为它们自身包含的风险程度经常低于一些股票指数。正是出于追求"风险—收益"最佳比率的目的，众多传统的基金管理公司才开始对冲基金的经营，并最终接受了另类投资管理模式。另类投资的目标见图 2。

同时我们还看到，这一另类投资管理模式也运用在传统资产管理方面(股票、债券、信贷、外汇、商品期货等)，以求获得高回报率。这也和本书引言中所述观点一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

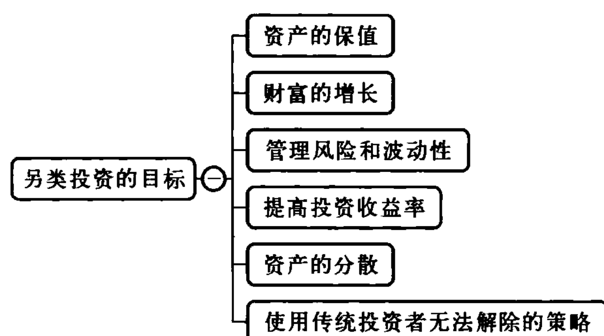


图 2　另类投资的目标

即使我们无法给另类投资管理下一个严格的定义，我们仍然可以从另类投资管理所涉及的众多方法中，提炼出若干共性。

复杂环境中的共同特性

每只对冲基金都有其特定的管理方法，这意味着每一个多策略投资组合都要面临大约 1 万种对冲基金管理方式的选择。撇开诸多差异不说，我们仍然可以归纳出一些共同特性来定义这一管理领域。当然，某些对冲基金可能并不同时具备所有共性，但这并不影响它们作为对冲基金的本质。

第一，无论那些大型金融市场（股票、债券、房地产）的走势如何，对冲基金都有保持收益的能力。这一独立于市场大盘绝对涨跌的现象也是至关重要的，因为它更能够使对冲基金经理获得与市场走势不相关的绝对利益，也就是现代金融术语所说的 α。不过，我们还是要小心那些认为对冲基金收益与股票市场以及利率水平走势完全不相关的商业言论，因为系统风险(β)和非系统风险(α)在理论上可以被区分对待，但在实践中则时常是含混的，特别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在市场震荡的行情之下。

对冲基金的获利在很大程度上取决并依赖于市场中的整体机会。但绝大多数的另类投资管理模式都会考虑市场上可能出现的不同情况,并制定相应的风险对冲交易策略,例如上升阶段、下降阶段和震荡阶段等。因此,从商业诚信角度来看,我们可以说,传统管理者无法通过另类投资管理模式达到他们想要的业绩。

第二,对冲基金管理致力于利用市场弱有效性,即市场价格中的不合理性来获利。也就是说,通过对估值不合理股价的观察、分析与捕捉(这一现象可能存在于两个市场之间,也可能存在于某一种股票和它的对应衍生品上),对其进行套利,达到获利的目的。这是一种非常灵活的弹性管理模式,旨在不间断地发掘潜在利益并使之最大化。在某些情况下,比如2007年,基金经理甚至还可以预测到一些反常经济现象(例如美国的房产抵押信贷危机),并以此设立投资基金,达到最终获利的目的。美国的约翰·鲍尔森小组就是这么做的,几个月之内他们成了传奇人物。

第三,对冲基金管理强调对于风险的控制。这也是大多数另类投资管理的首要原则。我们经常可以看到一些对冲基金的波动幅度(这是一个测量基金风险系数的指标)低于某个股市大盘指数,然而它们却拥有两位数的骄人业绩。

另类投资管理模式之所以能够得以成功推广,并非仅仅因为对客户投资回报的承诺,更重要的是因为它的安全性和可靠性。这点对于那些机构投资者(如养老基金会、企业等)显得尤其重要,因为这些机构最看重的是资产的保值。此外,我们也不能忘记这么一个事实,即在相当长的时间内,对冲基金的投资者都是那些资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产雄厚的人，对于他们而言，长期稳定的投资行为的吸引力一定会大大超过短期的冒失投机行为。

第四，投资团队的分红与激励机制。这里的激励机制有两层含义。然后，他们会根据基金的收益情况收取佣金。这是一个单纯的企业激励逻辑。在美国，经常会有这种现象：一个经验丰富的基金经理联合一些合伙人创建一个新的对冲基金，并把自己的钱也作为本金投入该基金中去。

第五，大多数对冲基金会控制流动性，因为他们的筹资方式往往都是私募的。由于对冲基金的高风险性和复杂的投资机理，许多西方国家都禁止其向公众公开招募资金，以保护普通投资者的利益。此外，很多对冲基金都只规定一个最低投资数额和基金大体规模。因此，对冲基金份额的收购和转卖都需花费一定时间。根据基本法则，收购对冲基金份额需要一份预先通知(具体日期根据投资标的而定，通常需要提前几天或几个月)，同时禁止现任基金经理进行“暗箱”操作。然而，考虑到一些基金涉及非流动性资产，或者其投资周期较长，因此对冲基金经理无须保证充足的流动资金。这一特性看起来很不可思议，但是它已经被那些决定认购团结基金或创新领域共同投资基金的个人投资者所接受。因为在这种情况下，投资本金至少在5—8年内无法取出。这一投资方式从本质上更强调投资周期的长度。

然而，至少在欧洲，由于很多投资者偏好于资金流动性强的产品，使得这个共同特征已不那么明显。同时，对于很多已经在苏黎世、都柏林、阿姆斯特丹以及卢森堡等金融中心上市的对冲基金而言，它们至少每个星期都要准备最低限度的保证金，以应付可能出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现的赎回行为。

上述五个主要特性能帮助我们找出一些有别于传统管理模式的不同点(见图 3)。

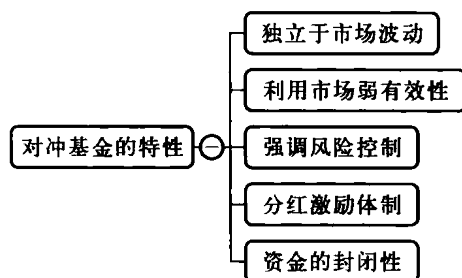


图 3　对冲基金的五个主要特性

与市场走势的不相关性

说起 CAC40 或者道-琼斯指数,已是众人皆知的了,内行的投资者对此了解当然更多。每天,我们随处可见这些股市指数,无论是通过普通报纸、专业报纸还是电视新闻。公众认为这些指数能够直接反映股市的现状和走势。

由于这些指数都是由精选出的具有代表性的基础股票组成,因此我们理所当然地认为它们可以反映股市走向。不过要注意了,这些指数有时候也并不完全准确。

究其原因,一方面是因为它们没有考虑到股市成交量。在成交量相当低的情况下,指数往往是缺少代表性的,CAC40 指数可以一次性记录下 3%的股价增幅。反之,在市场仍然十分活跃的情况下,只要一场交易结束,这个巴黎股市的著名指数也完全有可能呈现负值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面，构成一个指数的各股价比重可能是不均衡的，这也会误导对股市行情的分析。我们举两个例子。第一个例子是关于瑞士股指 SMI 的，在构成这一股指的所有基础股票中，有 4 家企业的股票占了超过一半的比重，即雀巢、诺华制药、罗氏和瑞士银行。第二个更加极端的例子是赫尔辛基股指，2000 年底，仅诺基亚一家企业的股价就占了整个股市指数一半多的比重，几乎达到了科技股发行的顶峰。上述两个例子说的都是被极度垄断的股市，这种情况下，处于垄断地位的股价一旦下跌，就会严重波及整体股市指数，即使其他大多数企业的股价上升也无法扭转这个局面。

我们必须逾越那些简单的指数，去从整体上观察股市的波动，从而把握股市真实的走势。

与此同时，我们还要意识到，没有任何一个股票市场可以每年都向我们保证一个确定的投资收益。

对冲基金经理的工作范围可以局限于某个市场，甚至是某一类型的资产或者行业。但是，他所运用的管理模式，应该能够帮助他的基金业绩抵御该市场、该资产或该行业的波动所带来的干扰。

为了理解这一不相关性，金融专家们通常使用一种名为“相关系数”的测量指数。这个比率主要测量一个投资基金的收益率与其参照指数的相关性，以及两种资产价值之间的相关性。如果这两个变量同时升降，那么它们就是正相关的；如果变化方向相反，那么它们就是负相关的。比如，黄金价格和美元指数之间主要呈现负相关性，而石油期货和石油公司的股票价格之间则主要呈正相关性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该比率的范围，严格包括在+1(绝对正相关)和-1(绝对负相关)之间。

如果该比率在0.3左右，那我们就可以认定这两个变量之间几乎没有相关性。

另类投资管理策略的目的，就是尽量减低相关性，这样做的目的是为了降低非系统风险，并获取超额收益。这意味着投资者，尤其是个人投资者，不应该仅仅通过股市指数来分析投资收益，即使另类投资管理本身有参照指数也不例外(参照对冲基金的发展)。因为在金融市场剧烈波动的每个瞬间，个人投资者都有可能将资产估价与某些市场走势进行对比。然而，另类投资管理与其他管理模式一样更着眼于较长的时间段(至少3年甚至5年以上，尤其在资产价值与股市波动息息相关的时候)。

另外，这种倾向于把资产评估与参考指数相对比的思路，从理财角度来看也是不明智的。把投入中小盘股市的资本回报率拿来和CAC40这样的重要股市指数相比是没有意义的。还有，2000年以来的股市波动，已经向那些个人投资者阐明了一个道理：任何一个市场指数都不能保持持续的投资收益。

市场弱有效性

一些对冲基金经理认为，所有的另类投资管理模式还有一个共同点，就是最大限度地利用市场的弱有效性。这是什么意思呢？

首先，我们要理解什么是“市场有效性”。从严格意义上说，当一个金融市场的定价能够及时反映出市场的所有信息，那么这个金融市场就可以说是有效的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一家公司的利润增长10%，它的股价就相应地上涨10%，那么这一市场就是完全有效的。但是，真实的股市并不是这样运作的，大量的实证研究并不能支持有效市场理论。市场并不是这么的高效灵敏，由于市场上的信息不对称、投资者处理信息的能力有限，以及市场固有的不确定性，市场的效率也是有限的。我们可以从以下几个原因来分析市场的弱有效性(见图4)。

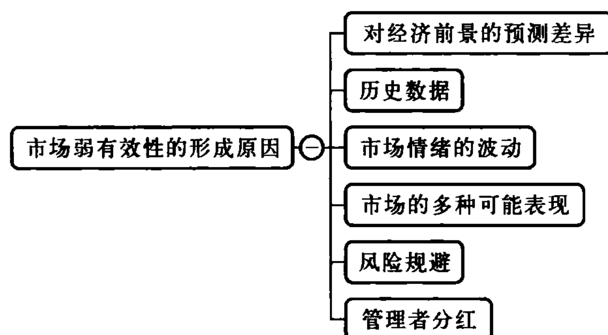


图4　促成市场弱有效性的六大原因

(1) 对经济前景的预测差异

从理论上讲，投资者的首要任务是根据多种不同的信息(市场调查、公司盈亏差额的情况等)，预测市场的行情和上市公司的运营状况，这和投资者所持有股票的种类关系并不大。然而，很明显地能够看出来，即便是在同样的经济环境中，所作出的经济前景预测却并不相同。总结起来，证券交易的投资者们能够更加敏锐地预测到经济的复苏，却难以预测到证券市场的下跌和衰退。理由是：股市的变化发展一定会依赖于大的经济环境，同时也会与每家上市公司的特征相符合。某家企业所签下的一份重要合同对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济前景来说无疑是一个利好消息；由此带来的源源不断的订单，在系统效应的作用下，会导致股价的上涨。但是，这样的变化发展也可能会导致这样一些数字的出现，比如说：失业率和GDP增长率并不能显示出总体经济环境的改善。为什么这么说呢？首先，这些增长统计是建立在一些从两个月、三个月甚至六个月之前就收集来的数据的基础之上的。简单来讲，证券市场行情的坚挺并不能够和良好健康的经济环境完全画上等号。可是，股市能够预测到这种变化的趋势。

相反地，经济圈很难预测证券市场的突然变化已经是一个公认的事实。因为当股票每天能够带来可观的利润的时候，很难有人能够留出一只耳朵来仔细听听那些经济学家究竟说了些什么，像是他们根据所掌握的数字预测到下一次经济拐点的到来。尤其是一些业余投资者，除了希望自己的股票不断上涨外，他们觉得其他一切都是不重要的。

很明显，通常能够预测到的是经济复苏而不是经济停滞。在拒绝接受多项投资交易周期结束这一事实的同时，证券经纪人将很有可能加大证券下跌幅度。

(2) 历史数据的权重

预测未来自然不能摒弃对过去的回顾。同样的道理也适用于证券投资者。因此，经济指数(例如“历史最高”)的应用可以帮助我们对于行市作出评价。供职业经理使用的大部分数据处理工具能够引导他们当前的投资选择。这样的市场“备查”使得我们不必等待太长时间就能够得到出人意料的证券交易，只要稍微有一些宽阔的投资眼光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 市场的不合理性

我们能料想到,在每个投资者的范围内,各自深入的分析都表现得十分合理。也就是说,在分析中要纳入最全面的参数,以便提炼出恰当的观点和成功的机会。但是正因如此,大量合理的推论并没有能够得到合理的趋势。为了说服自己,只需要想想证券市场是在供需矛盾的基础上运行的就可以了。我们经常可以看到,在同样的数据基础之上,两个合理分析的结论却是截然相反的。在众多的市场参与者范围内,呈现出来的逐渐上升的全球趋势只是许多分析看上去比较合理。这些分析应该被看作是合理的吗?当然不是,而且激增的截然相反的分析可能会导致市场反常。

(4) 市场反馈存在多种可能

同样的原因,会导致同样的结果吗?对于证券市场来说,并不完全是这样的,尤其是股票市场。根据证券交易的涨跌幅和流动性,在不同时期相同的指数会有不同的结果。因此,美国贸易赤字的总额牵动着所有投资者的神经,赤字的大幅增加会引发股价的大跌,以及由交易环境引起的后续上涨。

除了这些理论分析,证券市场总体上还是存在着许多不稳定因素(不同市场间的差价、汇兑损益效应、同一家公司股价和可转换债券价格的差额等)。

另类投资管理者可以选择不同的公司工作。最重要的,就是能够建立抑制投资风险的管理模式。

(5) 规避风险

基本上,投资者在争取更高收益的同时,也需要承担更高的风险。许多产生于新经济的股价上涨带来的失望无疑是对“股市有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险"的最好诠释。

因此,直到 2003 年 3 月份,对于这些证券市场中出现的一些惊人上涨基本面分析已经很难进行解释了。不过,事实就是如此。很多金融分析家力图使专业投资者和个人投资者相信,重新考虑一家企业的评估标准是十分必要的。不过,这一切都要冒着完全没有道理的上涨所对应的没有道理的风险。

这一匪夷所思的上涨所带来的最终结果是:从 2000 年 3 月份开始,由于 TMT(TMT 代表着来自科技、媒体和电信产业的价值的首字母缩写)产业的大跌而引发了股市的大幅下跌。新经济泡沫的破碎可能引发的后果不仅仅是行业公司股价的下跌。为了反映新经济的重要性,当时许多重要的股指将这些网络公司纳入了自己的计算范围。网络经济泡沫的破裂也把这些重要的股票指数拖进了漩涡,形成了一个相互影响的恶性循环。

个人投资者往往对于潜在收益的概念要更加敏感一些。对于理智的机构投资者来说,他们则把风险因素看成是首要原则;一般来说,不承担一些风险,基本上不可能取得比国债更高的收益。在他们所持有的全部证券中(当然这些并不是他们所有的,而是领取薪酬者、退休者、储户的储蓄),他们监控补贴的发放和金融交易所潜藏的风险。然而,另类投资管理上所运用的一些方法恰巧能够实现严格的风险监控。

(6) 管理者分红

与一些传统观念不同的是,对冲基金经理并不是在避税天堂里进行投资运作的,虽然他们常常被看作是毫无顾忌的证券投资者,能够用他们仅有的笔记本电脑撼动整个国家的经济,甚至是整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个财政体系。

差不多所有对冲基金经理都不能在像纽约、芝加哥、波士顿、伦敦、香港和巴黎那样宽松的环境下进行投资(甚至还有条条框框的束缚)。

而且,他们大部分起初都支持维系着真正有关于企业创新与存活的计划。这些基金经理往往也以个人的名义参与投资他所负责的收益项目。出于对自身投资经验和投资模式的自信,有些基金合伙人甚至抵押一部分个人财产来参与投资。这就为他所管理的证券的稳定收益提供了一定的保障。

对冲基金经理的业绩是和他的投资收益直接挂钩的。对冲基金的经理首先需要给予投资者与其头衔和收入相匹配的成绩单,这基本上取决于基金经理的能力,而不仅仅是金融市场的某些发展变化。即便是在 2007 年,处于危机之中的市场环境也不会阻碍顶级对冲基金经理得到天文数字的报酬,就像表 2 当中给出的证明那样。

表 2　Alpha 杂志排行榜(2007 年收入,以美元计算)

约翰・鲍尔森	鲍尔森公司	37 亿
乔治・索罗斯	索罗斯基金管理公司	29 亿
詹姆斯・西蒙	复兴科技公司	28 亿
菲利普・福孔	赫平投资伙伴公司	17 亿
肯尼斯・格里菲	西达投资集团	15 亿
斯蒂文・科恩	SAC 投资咨询公司	9 亿
蒂莫西・巴拉克	阿迪克投资公司	7.5 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

小斯蒂文·门德尔	龙派投资公司	7.1 亿
约翰·格里菲	布里瑞奇投资公司	6.25 亿
阿德里亚·哈佛森	维京国际投资集团	5.2 亿

即使我们不能给出一个被公众认可的另类投资管理定义，我们仍然可以说，另类投资管理致力于在取得“风险—收益”最佳比率的同时达到收益最大化。

另类投资管理与股市体系

今天我们说股市仍然让人担惊受怕，那是因为所有的股票都无法保证我们获得稳定的收益。尽管昔日的股市大动荡已基本一去不复返，现今我们看到的更多都是股市的一派繁荣景象，然而大熊市带给我们的记忆，却远比大牛市带给我们的短暂欣喜深刻得多。近几年的股市带给了我们怎么样的回忆呢？是直到 2000 年 9 月才停止的股价投机性上涨，还是之后两年多内严格的整顿措施？是 2003—2007 年间的股价大反弹，还是 2007 年 9 月，因美国信贷危机被曝光，而等在英国诺斯洛克银行（Northern Rock Bank）门口的人群（见图 5）？

在金融大鳄、媒体和一些政治人物的共同操作下，首先是 1929 年 10 月的那个“黑色星期四”，接着是 2007 年 10 月，股市两度混乱，甚至陷入瘫痪，数以千计的储户在短短几小时内就失去了他们所有的财产。反之，当股市行情看涨的时候，和那些缺乏信息来源的芸芸大众，以及极少数的内幕交易者、娴熟的交易员、谣言的散播者相比，能够真正从股市崩盘中获利的人毕竟是少数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

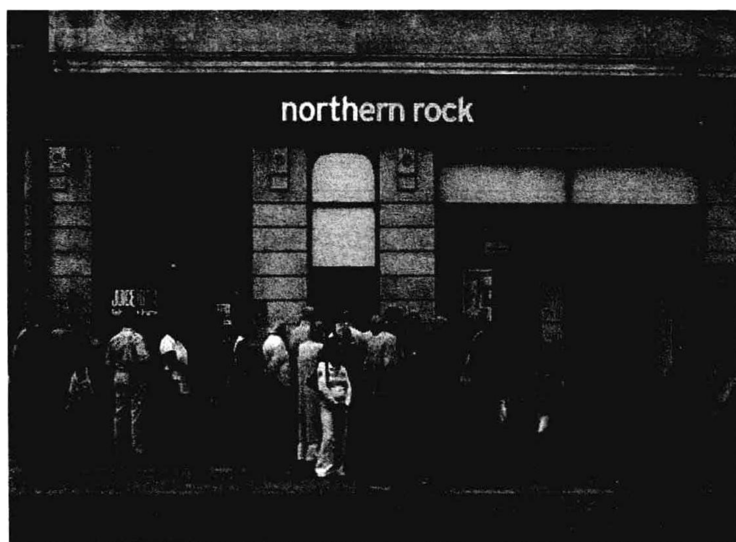


图 5 2007 年 9 月在 Northern Rock 银行等待取回存款的人们

然而，股市的威力还不止停留在价格的上涨和泡沫的破灭上。在本质上，它是企业在国内外进行融资的一条重要渠道，此外，它也是上市企业筹集资金的一种有效途径。为此，上市企业还必须公开它们的管理流程，使之透明化。那些金融分析师们也一直强调，如果一个上市企业的股票业绩不佳，这说明它自身的管理有问题。倘若一家公司的股价严重下跌，那么接下来必须由那些公司真正的所有者——也就是股东们——来严格制定整顿措施。

所幸的是，股价下跌并不会殃及所有投资者。首当其冲的还是那些企业领导者，他们往往会反过来斥责那些投机者，夸大那些次要的损失和错误，比如国外市场份额的减少、期望值过高等，以此来推脱自己的责任。

具体而言，投资者在买进某个企业的股票时，就应当知道他会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面临两种风险：第一种风险与企业经营状况息息相关，我们称之为“非系统风险”；第二种则是基于整体股市的“系统风险”，它与一些宏观因素相关，比如利率和汇率的升降等。简要地说，如果 X 先生购买了 20 只道达尔的股票，他就面临两种风险：一是企业自身的经营风险（比如企业因污染环境而遭到起诉的时候，其股价可能下跌）；另一个则是市场和行业的整体风险（如果整个石油行业的股票行情都看跌，那么 X 先生的股票也很难幸免）。

股市和赌场是表面上容易被混淆，但实质上完全不同的两个概念。由于股市直接反映了上市公司的经营业绩，它也为种种经济预测的产生提供了“温床”。而这些预测数据都是人们对股市信心的基础。当一些人预测股价上涨的时候，另一些人则坚信股价下跌。买方和卖方都只遵循这么一个原理，即卖方总是期望能在市场最高点抛出所有股票，而买方则坚信自己买进的股票会继续上涨。尽管事实上“人们从不在最低价买进，也不会在最高价卖出”，但在股市上，这一古老谚语似乎早已被淡忘。

另类投资管理与股价下跌

在股价上涨的时候，人们很少去探究其上涨的原因。因为在信息技术革命和商业模式创新的双重推动下，这一切看来都是理所当然的。股市上涨特别明显的阶段有两个：第一个是 2000 年春以前，第二个则是 2003—2007 年之间。2008 年的商品期货市场即是如此。这一始于 2005 年的经济周期首先影响到稀有金属，然后是能源和农产品。在这种情况下，一些农产品例如谷类和大米的价格也随之攀升，大幅的价格上涨最终直接影响到全球市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别是对发展中国家的市场来说，农产品的价格上涨是难以承受的。这一持续到现在的商品价格上涨风波引起了全球范围的市场骚动和激烈的争议。

在许多人眼里面，股市的正常逻辑就应该是不断地上涨。在股价下跌的时候，舆论往往变得毫不留情，急不可耐地想要找出背后的罪魁祸首，而那些对冲基金经理们往往就会成为首当其冲的替罪羊。为什么矛头往往会指向对冲基金呢？首先，另类投资管理本身就带有点神秘的色彩，即便是上市公司和金融业内人士也很少了解这种管理模式，因此他们很自然地就会把错误归结到对冲基金经理身上。其次，由于对冲基金有许多自我保护的手段，导致了人们的不信任感。另外，多数人还是倾向于把对冲基金和那些纯粹的投机倒把行为画上等号。

然而还有一个现象值得我们关注。最近几年，在好几次的股价下跌过程中（2002 年、2007 年，以及 2008 年第一季度），巴黎股市一些主要上市企业（非金融行业）的负责人因为没有采取任何补救措施，遭到英、法两国证监会不少官员的异议。

法兰西银行主席让-克洛德·特里西在 2002 年 7 月 2 日接受《世界报》采访时表示，股市下跌的原因不能完全归咎于对冲基金。英国的金融市场监管局（FSA）显示的数据也表明，截至 2002 年 6 月，卖空交易的涨幅并没有因为股价狂跌而直线上升。所以，那些经验丰富的对冲基金经理并不会因为股价下跌而进行卖空套利。但这一切都不影响媒体对那些对冲基金大肆指责，正如 2002 年 6 月 14 日《世界报》一篇报道摘要所述：

1992 年将英镑抽出欧洲汇率机制，并在 1998 年迫使美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国央行拯救了受破产的长期资产管理公司基金威胁的世界金融体系之后，对冲基金又回来了……对冲基金（又称“避险基金”）是一种特别活跃的具有投机性的私募基金，它的总规模达到6 000亿美元（约合6 370亿欧元），占全世界股市3%—4%的比重。这些基金的运行采用的是另类投资管理模式，这一模式也为银行界所熟悉，其投资周期一般较短。这一类型的交易有时候占到了巴黎股市总交易量的75%。通过杠杆效应（“买空”）和“卖空”手段（基于股市看跌的预测），这些对冲基金极大地影响了股市。它们的威力在于影响股市指数走势的同时，让自身收益率免受这一股市指数的干扰。

在2008年出版的《海盗资本家》（作者：索维格·古德鲁克、菲利普·埃斯康德）一书中，我们还看到如下论述：

对冲基金每天都在运作借来的大笔资金。这些基金也像第一家荷兰银行和威望迪一样大举向投资机构者进行推销。它们迅速壮大，直到2007年夏天那场危机来临，才给这一火热现象降了温。但是，对冲基金的增长势头仍然很猛。

接下来是以下观点：

“私募基金”、“对冲基金”、养老基金、捐赠基金……有一些被用于企业短期投资，而另一些则被用于中长期投资（例如几年）。这些基金数目虽然不大，但它们的交易量却占整个市场的三分之一。

欧洲一家《财经周刊》的网站曾公布了一张可以免费下载的金融词汇解释表。这张表是如何定义对冲基金的呢？我们看到如下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解释:“这是一种不受任何规范制度和监管会制约的、具有投机性的基金。”

此外,毋庸置疑,那些对冲基金经理的存在,还变革了金融界成功人士的传统着装方式。正如2008年3月21日《回声报》所报道的:

> 紧接着,金融界迎来了与众不同的新成员,就是那些(对冲)基金的创立和管理者。这些人通常很好辨认,他们敞开的衬衫领口时时都在昭示他们无拘无束的个性。

总之,所有这些特性都使我们无法放弃对冲基金管理:对冲基金的投机性、短周期性以及强劲势头,让它们在自身收益不受股市干扰的同时仍旧影响股市的走向。而这一切的发展都跳出了传统管理的框架!

不过在专业媒体上,我们看到的却是不一样的说法。

长期以来,欧洲最大的另类投资管理者协会(AFG)一直在努力制定一套适用于本行业的规范体系。可尽管如此,要深入理解另类投资管理还不是一件容易的事情。

另类投资管理和股市波动性

舆论通常认为,对冲基金不仅造成股市下跌,还加剧了股市的不稳定性。AFG主席阿兰·勒克莱于2002年7月发表的另类投资管理评论文章对此反驳如下:“目前好像还不能肯定对冲基金加剧了股市波动,我们甚至还可以说这些基金反而稳定了股市。它们在帮助股市正确定价的同时,还为股市注入了新的流动资金,从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而降低了股市的波动性。”

芝加哥大学经济系教授皮埃尔-安德雷·齐亚波利对此也持相同意见。他在同一篇文章中写道:“同样,对冲基金加剧股市波动这一论点缺乏充分依据。首先,对冲资金为股市注入新鲜血液,从而降低了股市波动。其次,在另类投资管理模式下经营的对冲基金也有别于那些传统的股票、债券,通过将资金分配到低相关性的金融资产中,它们的业绩通常不容易受股市的干扰。这种分散性投资实际上也起到了稳定股市的作用,因而是有益的。最后,也是最重要的一点,那些认为另类投资管理策略导致股市波动性有增无减的观点并不成立。撇开这一管理模式的高度复杂性不说,让我们来对该领域中的所谓投机行为作一番常规分析:通过购进估值过低的股票(之后会引发该股价提升)和卖出估值过高的股票(之后会引发该股价下跌),投机者通过理性地处理市场中的信息,来进行有针对性的套利,使市场的价格实现了更稳定的平衡这一套利过程纠正了股价的反常上涨和反常波动,从而达到了促进股市健康发展的目的。”

由此,另类投资管理究竟在金融市场中扮演了何种角色,目前还没有统一的观点。我们当然也有必要加大研究力度,来深入地分析那些被舆论认为具有不稳定性的对冲基金。

此外,抛开那些认为对冲基金破坏金融市场原先秩序的争议,让我们来看看下面的几个观点。舆论之所以会指责对冲基金通过高杠杆率加剧市场波动,很大程度上也是由于长期资产管理公司(LTCM)事件的影响,因为这只基金的专业运行模式后来被同行业其他管理者所采纳。其实,所谓的杠杆效应也并非想象中那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨大。假设所有运行中的对冲基金都有1—2的杠杆率，和那些共同基金和联合信托公司等传统基金相比，它们所占的较少市场份额还不至于扰乱整个金融市场。

另一方面，对冲基金经理也被那些传统的基金经理看成学习的楷模，他们一哄而上照搬那些对冲基金的投资模式，并且期望从中获利。这种不断扩散的模仿效应也是不可忽视的一点。

传统基金对于对冲基金的模仿事实上是很不恰当的行为。首先，那些对冲基金经理往往会根据自身情况，因地制宜地决定投资策略。有时，他们进行的期权交易往往事后才为人所知。其次，那些传统管理者要受各项法规的制约(这些法规是为了保护广大储户的利益)，而对冲基金所受到的管制则相对少了许多。因此，很难想象一个必须循规蹈矩的共同基金管理者有条件全盘照搬一个对冲基金经理的投资策略，这一行为本身就要冒极大的风险。

相反，这一模仿行为倒是存在于银行和保险公司的内部拆借市场里。但是在那里，只要用于投资的那些机构与个人存款不受威胁，其他行为都可以不受额外的管制。

除了上述讨论对冲基金影响的种种观点之外，我们还有必要研究一下对冲基金经理们常用的主要投资工具，并以此来更好地认识另类投资管理在当今金融市场所处的地位。正是对于这些常用的投资工具的巧妙组合，使得对冲基金能在尽可能低的风险下取得两位数的骄人业绩。

对冲管理常用的投资工具

即使是对同样的资产进行管理(股票、债券、商品期货、信贷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等)，另类投资管理仍然有别于传统管理模式，其区别就在于所运用的技术和工具。

期权

期权在另类投资管理策略中占有重要地位。期权这一工具主要产生以下三方面的影响：

——投资组合的风险规避；

——投资者的观察与预测对市场产生的影响；

——杠杆放大效应。

这说明，期权是在期货市场上进行交易的。

期权交易的进行是基于投资者对市场的期望值。当然，不同的投资者对市场价格的期望值也不一样。当一些股票持有者不愿意再承担来自上市企业或股市自身的风险时，另一些持有不同意见的潜在投资者正跃跃欲试。他们相信与这些风险相比，获利的可能性更大。而且，高风险固然可怕，但是杠杆带来的高收益的吸引力更大。期权的出现正是基于这一原理。期权交易中通常有买方和卖方，双方的目标和期望值都不同。之所以会有这样的分歧，就是因为未来是不可预测的，即使是信息技术工具都无法准确预测明天究竟会发生什么。

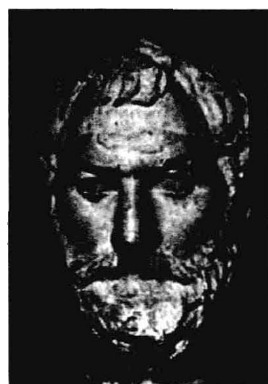


图 6　古希腊哲学家泰勒斯

期权如今已成为一种新的金融工具，但它并不是新生事物，在古希腊时我们就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经可以看到期权工具的滥觞。

古希腊哲学家泰勒斯精通天文、地理、数学，可是有人讥笑他不会赚钱。泰勒斯不服气，决定赚笔钱给那些嘲弄他的人看看。

有一年，泰勒斯凭着他对天文、气象的知识断定下一年橄榄必有丰收。古希腊人吃橄榄油，用橄榄压力机将橄榄榨出油来（见图7）。泰勒斯就和城里每个拥有橄榄压力机的业主签了一份期权合同：泰勒斯付少量佣金，可以享有优先使用压力机的权利。需要注意的是，签下的只是权利而没有义务。果然，橄榄获得巨大丰收，压力机供不应求，泰勒斯以 10 倍的高价出租压力机而大赚一笔。泰勒斯跨越时代的智慧已被今天的资本市场所印证，他确实不愧于其墓碑上所镌刻的颂辞："他是一位圣贤，又是一位天文学家，在日月星辰的王国里，他顶天立地、万古流芳。"



图 7 泰勒斯借入的橄榄压力机

在此之后，主导 15 世纪海上贸易的意大利商人开始在货运行业进行期权交易。在那个年代，由于出海作业风险度高，人们无法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证货船最后能够平安到达，为了能够兑现销售合同，这些商人就预约购买另一艘航道相同的货船上的相同货物。如果他们自己的货船由于受到攻击或遇到事故而沉没，商人们就会按照事先定好的价格买下另一艘货船上的货物，这样就能保证商人不会因为交不出货物而失掉信用。

最后的例子是有关荷兰郁金香交易的，这个案例也曾多次被那些研究股市交易的书籍所引用。历史上第一批郁金香种子于 16 世纪末通过荷兰推广至全欧洲，很快就出现了投机活动猖獗的郁金香交易市场。1636 年，郁金香期权交易随处可见，这些交易都建立在买卖双方自愿的基础上，因而没有任何的清算体系予以保障。不久之后，由于郁金香产量大大供过于求，随之引发的价格下跌导致无数的期权交易者破产。郁金香半年之内的价格走势见图 8。

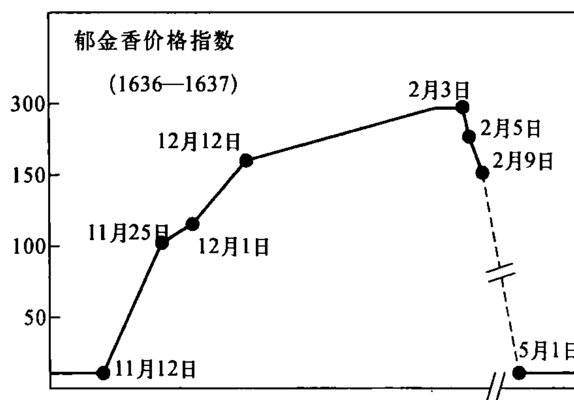


图 8　郁金香半年之内的价格走势

这三个有关期权的事例说明了什么呢？我们可以总结出以下三点：

首先，期权交易的杠杆效应十分显著。它可以让交易者获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惊人的利润，比如泰勒斯以高出十倍的价格出租那些低价购入的橄榄压力机。如果再深入分析下去，假设那年的橄榄果收成很糟糕，泰勒斯的损失也只不过是他购进那些容器所花的钱。

其次，期权也起到了一种保险的功能，意大利商人的事例就说明了这一点。无论是货物还是衍生品市场上的流动资产，期权交易都可以通过风险规避来保护有形资产和无形资产。

最后，阿姆斯特丹郁金香市场的事例向我们证明了规范期权市场的必要性。如果没有任何规范体制，期货市场对那些投资者来说将会变得很危险。要规范这一市场，当务之急就是要建立一个处于买卖双方之间的交易清算体系。

杠杆工具

简单地说，杠杆工具就是借用更多的钱来投资。然而，要这么做的话，投资者必须肯定他所获得的利润一定会大于当初的借款数额以及附加利息。也就是说，如果他可以提供担保让某个机构再借给他剩下的 5 元钱，一个有 5 元钱的投资者可以投资 10 元，在这种情况下，投资者往往会在不增加本金的情况下扩大投资组合的容量。那些衍生产品会帮助投资者利用不多的本金获得高额利润。

我们可以将这一杠杆工具数量化。让我们设定 1 和 X 两个数字，1 在这里代表投资者拥有的本金，X 则代表他最终的投资数额，同时 X 也是交易的杠杆率。如果杠杆率为 1，那么这个投资策略就不用承担借款所带来的额外风险。如果杠杆率为 5，那就表示投资者本身只有 1 元钱，但是他最后投资了 5 元钱，其中 4 元钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他借来的。对于基金经理而言，这一杠杆效应能产生巨大的优势，因为在他们看来，严密的投资策略所产生的收益几乎总是大于借款利息的。如果杠杆率是3，交易收益是10%，那么对冲基金的总收益将会高达30%。

反之，如果投资策略失败，杠杆效应将会带来灾难。由此带来的损失也和杠杆率成正比。在我们前面的例子中，如果交易的损失是10%，那么对冲基金所要承担的损失也达到了30%。这也反映了资产管理的基本原则：想要获得更大的收益，前提是承担更大的风险。"天下没有免费的午餐。"

对于杠杆效应，我们前面已说了很多。长期以来，很多传统的基金经理认为美国那些著名对冲基金之所以能取得良好业绩，差不多都是因为杠杆效应的存在。

当然，一些大的对冲基金运行事故也在提醒我们要谨慎使用杠杆这一投资技术，特别是长期资产管理公司(LTCM)事件。然而我们也看到，当今绝大多数对冲基金经理在杠杆率的运用这点上还是很慎重的。一般杠杆率多在2—5之间，并被专家们认为正常。统计数字显示，截至2007年底，在全世界的1万只对冲基金中，只有3%的基金杠杆率偏高。更让人吃惊的是，选择高杠杆率的基金经理，都是那些选择信贷和债券等传统资产的投资者。这恰恰体现了对冲基金的原则：风险可控是第一原则，其次才是扩大收益。

此外，杠杆率的使用并不局限于对冲基金的领域。

实际上，欧洲的很多股票市场很早就向其投资者——包括那些投资个人——提供了分期还款的贷款服务，并以此取代月付款制度。投资者可以通过金融中介提供的贷款，买入或转手卖出比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其原先持有本金高出 5 倍价值的股票。这意味着个人投资者也可以通过银行信贷来运用高达 5 倍的杠杆。

不仅如此,还有其他许多金融产品和投资组合通过杠杆效应发挥功能。例如存货单(warrants,这种产品被大力推荐给个人投资者)、可议价期权市场交易、认购债券、存款证明,以及具有债券功能的抵押贷款产品。同时,那些借钱投资的个人储户也会运用杠杆效应。

所以,杠杆效应的运用并不仅仅是对冲基金的专用技术。我们看到,杠杆率已经被运用到其他许多金融产品中,包括面向新入门的投资者的产品。

此外,我们还应该注意到,并非所有的另类投资都会运用到杠杆效应。在债券和可转换债券投资上,杠杆效应的作用可能会很重要,但是在股票买卖方面就未必如此。这一点再次提醒我们:不能把另类投资的功能简单等同于杠杆效应的运用;杠杆只是另类投资的特性之一,而不是全部。20 世纪 90 年代末的平均杠杆率曾接近 6,而如今却跌到了 2.5 左右。但是有一点很清楚,那些因为投资损失而破产的对冲基金,其杠杆率都很高(大于 5),长期资产管理公司(LTCM)事件和阿玛兰(Amaranth)事件就是最典型的例子。

卖空

这一另类投资管理技术在股价的估值过高的时候被广泛运用。简要地说,它通过挖掘市场中过热的估价,对其进行做空交易实现获利。具体而言,卖空技术比某些轻描淡写的文章所描述的要复杂得多。

卖空行为通常需要三个参与者:对冲基金经理、交易经纪人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及股票出借者。对冲基金经理的思路是：在市场的弱有效性这一条件下，某些股价被市场错误地高估了，他预测理性的投资者会发现估价过高，并进行抛售，随之股价将会下跌。对冲基金的经理会通过交易经纪人，向不同的股票出借者（通常是那些机构投资者）借进一定数量的股票。紧接着，他将这些股票转手卖出，等到股价下跌后再收购这些股票归还给原先的出借者。下跌过程中，前后价格的差值就是对冲基金交易的获利，而在利用杠杆借入股票的情况下，对冲基金的收益则数倍于交易的获利。

卖空技术的原理

根据一系列标准，对冲基金经理判断 A 股票被过高估价。他由此预测其股价之后将下跌。

于是，我们的基金经理决定找一位股票出借者，暂时借进后者手中的股票。他首先通过交易经纪人。我们假设交易日当天 A 股票价格为 100 元（见图 9）。

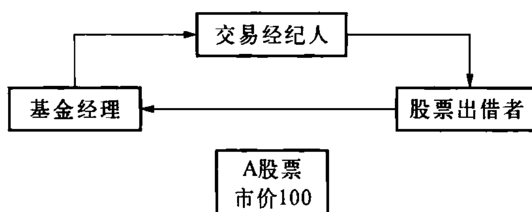


图 9　卖空过程的流程

随后，基金经理以市价 100 元将这些股票转手卖出，并答应日后将这些股票如数归还，外加支付一笔佣金。如果之后股价下跌到 80 元，那么基金经理就会按照这个价位再次收购这些股票，然后通过交易经纪人将这些股票归还给原先的出借者。这一策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略能够让我们的基金经理赚到20(100—80)元。不过,他还要从中扣除佣金。假设佣金为2元,那么最终他还是能够在低成本的前提下净赚18元。

关于卖空技术,有三点需要注意:

首先,这一技术被广泛运用于期权组合策略中(这一管理模式我们后面会讲到)。简而言之,就是卖出那些市价被高估的股票,同时买入那些在投资者看来市价被低估的股票。这样,投资者就达到了风险规避的目的。

其次,这一技术首先被运用于另类投资管理(参考“另类投资管理的起源”)。

最后,卖空技术也会导致杠杆效应的出现,然而这并非其最终目的。如果基金经理的预测正确(即买进股票的价格上涨,卖出股票的价格下跌),他就会取得很好的业绩。这也让我们明白了为什么在某些股票价格下跌的时候,那些对冲基金仍然可以获利。然而,对于基金经理而言,做多绩优股是更主要的投资手段。一方面是因为卖空交易的风险更大;另一方面,如果公众看到对冲基金在股市看跌的时候也能赚钱,他们就会认为那些对冲基金经理只能在股市下跌的时候大赚一笔。接下来,他们就会断定那些对冲基金经理将会想方设法让股市下跌。

然而我们也要看到,卖空技术在实际操作中并不那么容易。不少经验丰富的对冲基金经理都承认很难选择那些走势看跌的股票。仅仅与上市企业财务主管的一次会晤,和市场之中躁动不安的情绪,都不足以让他们作出抛售该企业股票的决定。因此,卖空技术是一种检验基金经理能力的高难度技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，基金经理们运用的还有其他投资技术。我们上面提到的几种都是最常用的。此外，另类投资管理也和其他的投资模式一样，只有在作出正确决策的前提下才会有效，否则，再优秀的技术都只是空中楼阁。上面所提到的几种投资技术也不能保证基金管理者一定获利。

为了更好地理解另类投资管理的多样性，我们有必要分析一下对冲基金的缘起和发展。这些对冲基金不仅为传统管理模式提供了灵感来源，也为那些“投资于基金的基金”的管理者提供了宝贵的素材。

对冲基金管理和多赢对冲基金管理：基本原理

尽管面临许多偏见和误解，对冲基金（或者从广义上说，那些另类投资管理策略）仍然被推荐给大量的机构投资者和个人投资者。由于公众舆论混淆了私募基金、主动基金和对冲基金的概念，导致对冲基金长期以来受到不公的非议。即便如此，对冲基金仍然具有出色的投资前景。而且，这些被误认为投机基金的对冲基金，也都经历了时间的严峻考验。

如何看待这种复杂的对冲基金呢？首先我们需要认识到对冲基金领域中存在的多样性。我们可以这么认为，有一些对冲基金确实是以高风险性而出名的，它们有可能会破坏股市的平衡。相反，另一些对冲基金还是按照传统模式运行的。

此外，有些对冲基金经理试图运用所有的金融工具（股票、债券、外汇、高利率债券、期货、期权等），并且借助杠杆参与所有的投资市场，而另一些对冲基金经理却只愿意停留在某一他熟知的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资领域。虽然风格上大相径庭，但他们的目标是一致的：实现绝对收益。

60 年前诞生的“新生事物”

历史上存在着两种相互对立的投资理论。第一种有着更悠久的历史，那就是诞生于象牙塔里的市场有效性理论。这一理论基于亚当·斯密的基本经济学假设，即市场的参与者会运用理性为自己牟取尽可能多的经济收益。在理性交易的作用下，供求双方自动调节达到平衡，这一平衡点就是最佳价格。第二种理论则较为年轻，它认为市场并非具有完全的理性，供求关系时常会短暂性失衡。另类投资管理模式致力于从这些失衡状态中获利，也就是利用市场的弱有效性尽可能多地进行套利。在那些最早领悟到这点的对冲基金经理中，有一位后来被称为另类投资管理模式的奠基人。

这位奠基人名叫阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯。他管理的基金，是历史上第一只真正以市场弱有效性理论为投资原则的对冲基金。

阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯并不是金融家或者经济学家。他于 1900 年出生于奥地利，4 岁时和家人一起定居美国。1923 年从哈佛大学毕业后，琼斯离开了美国。不久后他又回到美国，进入外交部开始了他的外交官生涯，并在纳粹势力上台的时候被派往德国。随后，在西班牙内战期间，琼斯成为一名战地记者。他的记者生涯一直持续到 1938 年；那年秋天，琼斯决定入学继续深造。之后，他进入了哥伦比亚大学社会学系。在此期间，1929 年经济危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机所引发的种种社会问题引起了琼斯的研究热情，而这也是他的博士论文的主题。在论文中，他研究了俄亥俄州工人面对失业高峰时所表现出的消极行为，以及他们对工会基本法则的无视。这篇论文发表于1941年，题目是《生命、自由和财产》。

阿尔弗雷德·琼斯



图10　阿尔弗雷德·琼斯

“尽管阿尔弗雷德·琼斯被称为对冲基金行业的先驱者之一，他以前从事的社会学研究与资产管理没有任何关系。1941年，他发表了一篇论文，主要研究工人阶级面对经济危机时的表现。这篇论文至今还被人传阅；不过谁也没料到，其作者琼斯会在49岁那年投身新闻界，之后又创立了一种全新模式的基金，成为资产管理人。”

从哥伦比亚大学毕业后的琼斯并没有如人们所想象的那样，最终成为社会学教授。他后来又重返新闻界，去《财富》杂志当了一名记者。1948年，他正在撰写一篇有关股价分析技术的文章，于是他对当时的投资组合管理和财经预测方法作了详细分析。同年3月，他发表了题为《预测技术之风尚》的报道。很显然，他对那些金融学家提出的有效市场模型半信半疑。于是，他再一次改变了自己的职业生涯，离开了杂志社。1949年，他和四个朋友一起创立了一家投资合伙公司(这一公司模式可以不受美国证券和交易委员会的监管)，开始运行一种全新的基金。首个对冲基金管理技术正由此而诞生。

琼斯对他的管理模式信心十足，并把自己所有的40 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

积蓄都投了进去。由于他出众的说服能力，他的一些亲友也相信了他，并给了他 60 000 美元用以投资。不过，琼斯提出了一种新的收费方法：主要按照基金业绩来提取佣金。如果业绩不佳，琼斯就按照行业惯例只收固定佣金；反之，如果业绩很好，他就会收取 20%的总利润作为佣金。为了让人们接受这个新的收费方法，琼斯查阅了不少历史资料。他告诉广大投资者，这一方法并不是他发明的，在古代腓尼基人中早就有类似的做法。当时的腓尼基水手在出海前，通常会提前对船只上的货物收取部分定金，在送达货物后收取剩余的部分，这也是在向雇主保证，他们会不惜全力将货物顺利运到目的地。

更直接地说，这位社会学博士兼杂志记者提出的管理模式是这样的：选择那些投资流程清晰的标的，以此来避免不可预测的市场波动。这一投资策略包含四个基本点：

首先，琼斯要辨认并且买进那些他认为市价被低估的股票。

然后，辨认那些市价被高估的股票，对其进行卖空交易。

调节买入股票和卖出股票的比例，以达到风险对冲，避开市场波动的干扰，以此实现投资风险的最小化。

最后，利用杠杆效应实现投资收益的最大化。

琼斯管理基金的业绩（见图 11）

直到 1966 年，《财富》杂志才发表文章对琼斯的基金业绩进行报道。这些基金的回报率几乎每年都高于同业指数的回报率，也高于同期表现最好的共同基金的回报率。

当然，与那些现代的对冲投资的技术相比，琼斯的这一模式是很中规中矩的。但这在当时却属于跨时代的金融创新，通过这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

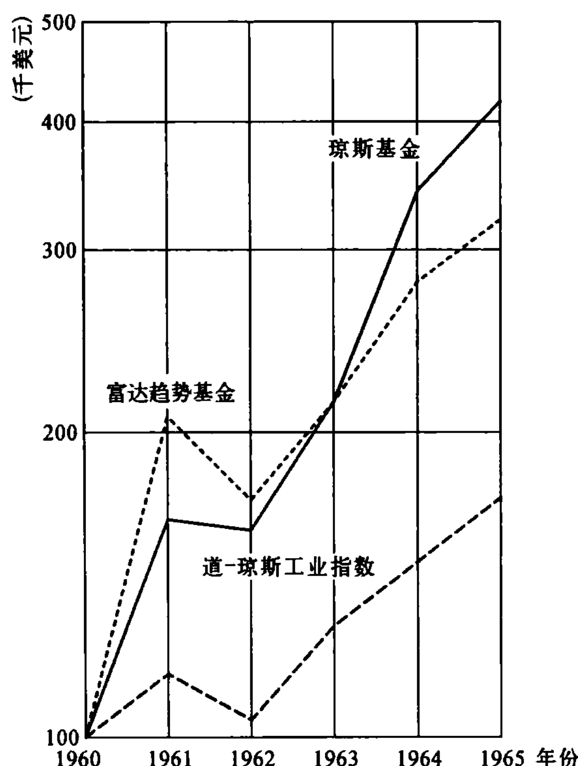


图 11　琼斯基金和富达基金、道-琼斯指数的对比

套简单而清晰的投资策略，琼斯创造了一个奇迹，他采用的技术不仅让他的基金业绩高于其他管理机构，更使他的投资风险全面降低。琼斯虽然没有率先使用杠杆和卖空技术，但是他对这些 20 世纪 40 年代之前仅用于投机交易的技术加以创新，赋予了它们一种新使命，那就是通过同时进行做多和卖空的相反交易，对风险进行对冲，以减小对市场中系统风险的敞口，这不仅起到了资金保值的目的，同时也在最大限度地挖掘超额收益。在此基础上，他才进一步深入分析那些可以被买进或者卖出的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，琼斯的功劳还不止于此。弗朗索瓦·塞尔吉·拉比当（大学教授兼日内瓦私人银行联合会定量分析主管）曾在 2002 年 5 月 6 日发表的一篇副刊文章中说道："如果我们把琼斯的观点和后来马科维茨以及夏普的观点放在一起，我们将发现一些有趣的事实。马科维茨和夏普曾因他们的现代资产管理理论获得了 1990 年的诺贝尔奖，他们认为所有的股票都包含两种风险：一种是非系统风险，这可以通过分散经营策略加以消除；另一种是系统风险，它是无法消除的。琼斯的理论尽管专业术语不同，但结论却是相同的，只是琼斯主张市场风险可以消除，而非系统风险则不能消除。为了让买进股票和卖出股票的比例达到平衡，琼斯还发明了'速度'这一专业术语，专门用来测量股票在股市上的表现。现在我们只要稍加思索，就不难发现这个'速度'其实就是 β 系数的原型。这个系数后来由夏普在 1964 年提出，也就是琼斯基金运行的第 15 个年头。"

即使那个年代很少有人意识到琼斯这一创新投资模式的意义，但仍然有不少投资者被琼斯基金的骄人业绩所吸引。他们陆续来到琼斯的公司，把自己的一部分资金投到琼斯的基金中去。迅速膨胀的资本让琼斯产生了担忧：如果说他对投资 10 万美元还算有信心的话，那么面对翻了两倍的资金数额，他还能照样应付自如吗？因此，为了不给自己的基金管理带来过大的管理压力，琼斯决定停止吸收新的资金。紧接着，其他许多对冲基金经理也效仿了他的做法。此外，面对繁忙的业务，琼斯也雇佣了其他几名基金经理，并且推出了首个有多名管理者介入的投资平台，这就是至 20 世纪 90 年代才为人所知的多头对冲基金。

可是这一切并没有让琼斯在华尔街出名。他是个低调的人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只想默默无闻地效力于那些始终信任他的投资者。因此，这位内行的投资者在很长时间内都不为人们所知。当时，琼斯的雇员们甚至都没有自己的名片，而且也没有任何标记显示琼斯的公司到底在纽约的哪一幢大楼里。不过在1966年，琼斯破例接受了一次采访，并将他旗下基金的骄人业绩透露给了记者卡罗尔·卢米斯。后者对此大为感慨，并在《财富》杂志(这也是琼斯做记者时曾经工作过的杂志社)上发表了题为《无人能及的琼斯》的文章。通过这一报道，人们才发现：原来，无论在哪一个阶段，琼斯旗下的基金所取得的业绩，都要远远高于所谓排行榜上的那些基金的业绩。

在1960—1965年5年的时间里，富达基金的回报率为225%，而琼斯基金的回报率则高达325%。

奠基人的传奇

很自然，《无人能及的琼斯》这一报道在投资者以及基金经理中引发了琼斯这一投资模式的热潮，有好几百人开始效仿琼斯自行创业。根据美国证券和交易委员会1968年的统计数据，那一年的有限合伙公司数量达到215家，按照阿尔弗雷德·琼斯管理模式运行的对冲基金数量达到140只。

琼斯的经验也加速了许多基金的诞生。1969年，第一只专注投资于对冲基金的基金——“杠杆资本控股基金”正式问世。说起来，阿尔弗雷德·琼斯以前也曾提出过类似的设想，即将一部分资产委托给另一些对冲基金经理。不过，“杠杆资本控股基金”的出现，将这一过程变得更加正规严谨。

最初，这一基金是为金融大亨爱德蒙得洛希尔私人银行量身定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做的，当时这家公司希望设计一个无论在怎样的市场条件下都能盈利的投资模式。在建立这只基金的过程中，爱德蒙得洛希尔私人银行还推出了第一只多赢对冲基金，这一投资模式如今仍在被使用，并且通过另类投资管理中的分散投资策略获得了出色的业绩。

我们前面看到，琼斯的管理模式被媒体报道后，很多基金经理纷纷开始效仿他的做法，但是时间证明他们的基金业绩并不能让人满意。大多数基金经理被市场所误导，致使投资失败，或者基金业绩平平。1973—1974 年间，随着股市普遍下跌，很多基金都消失了，只有少数几只成功地经受了考验(其中就有索罗斯和迈克尔·斯坦因哈特的基金)。

多赢对冲基金管理和股票指数

1969—1981 年间，美国股市的两个重要指数——道-琼斯和标普 500，都没能准确反映股市走向。相反，第一只对冲基金“杠杆资本控股基金”的形势却很喜人。这让我们相信，通过抵御市场的系统性风险取得绝对收益是完全可能的。

如同琼斯开始创业时那样，20 世纪 60 年代推出的大多数对冲基金由于投资门槛高，使得投资者数量一直停留在很低的水平。很快，这些基金响应国际市场的要求，开始对国际市场发行份额。出于税收方面的考虑，基金经理通常会选择在那些避税天堂发行面向国际市场的基金。因此，加勒比海地区(主要是开曼群岛和维京群岛)成为迎接这些基金管理公司的宝地。

如今，大多数基金经理运用的投资主体主要有以下两个：

——基于美国法律产生的有限合伙制度；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——建立在外口岸(离岸)地区、面向国际市场的股份公司。

通常,这些外围离岸基金并不向美国投资者开放。不过,如果基金公司所在地的法规没有这方面的限制(参考本书后面章节),它就可以绕开美国法律关于股东数量的规定,借此募集到尽可能多的资金。这也是为什么近年来离岸对冲基金发展迅速的原因。

在开始研究对冲基金管理和多赢对冲基金管理的全球性发展之前,我们有必要先探讨一下它们的特性。

对冲基金的主要特性(见图 12)

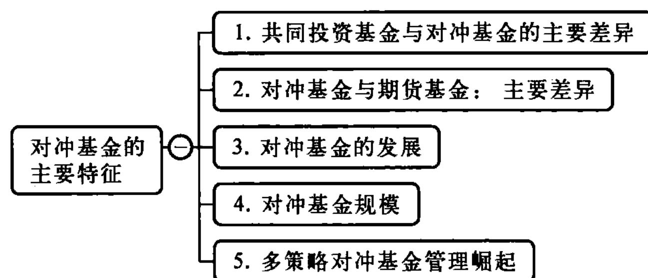


图 12　讨论对冲基金特征的五个方面

简单地说,传统对冲基金有两大显著特征。首先,它涉及一种投资合伙制度(或者更确切地说,叫“有限合伙制度”),这是一种投资者和基金经理的自由联合体。这一委托管理模式在收费方式、投资哲学和资金冻结期限等方面都作出了规定。这种对委托协议精确性的要求是有其原因的,因为从法律角度而言,最初的对冲基金是为了美国的几家龙头企业进行资产管理而创立的。

第二个显著特征,就是它的收费方式。除了那些传统费用之外(管理、资本注册、本金抽出等),对冲基金经理还可以根据基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的超额收益情况(超出股指平均收益的部分)来收取佣金。

这种灵活的收费方式几年前曾经震惊了不少保守的欧洲投资者。尽管后来不少法国、英国和卢森堡的基金管理公司也开始采取这一收费方式,但前提是这些公司的投资管理产品必须在市场上表现活跃。这种让某些美国基金经理腰缠万贯的收费方式,其本身真的那么令人反感吗?实际上,它只不过是基金经理应得的报酬。如果愿意支付这一报酬,就说明这个基金经理有能力比市场标准做得更好,让投资客户们获得更多的收益。渐渐地,这种灵活的收费方式开始被广大投资者所接受。投资者们将这一收费方式看作是投资收益的保障和判断基金经理工作表现的标准,这可以让那些真正出色的基金经理得到应有的报酬和奖励。

在这种收费方式的激励下,绝大多数对冲基金经理也把个人财产投入他们管理的基金中。在欧洲国家,那些对冲多赢对冲基金的创立者,绝大多数都是知道如何鉴别对冲基金好坏的职业对冲基金经理。很明显,那些把个人财产投入自身所经营项目的基金经理,会更加注意他的投资策略以确保成功。这也是衡量一个基金经理能否全力以赴取得佳绩的标准。

不过,我们也要注意到上面所谈及的灵活佣金制度。在这种制度下,佣金的数额根据基金的年度业绩而定,但我们千万不能把它和指数挂钩佣金模式混淆起来。同样,只有确定基金业绩超过预先制定的业绩目标时,这种灵活佣金制度才能生效。举个例子,如果对冲基金预先制定的业绩目标是每年8%,那么,当年度业绩刚超过5%就开始收取超额佣金显然是不合适的。在欧洲,这种超额佣金制被用在多赢对冲基金管理方面,但是其目的在于激励

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理达到并超过业绩目标，而不是找个借口向投资客户乱收费。

对冲基金和共同投资基金的主要差异

为了解对冲基金与那些为大众所熟知的传统基金(比如美国的互助基金、欧盟的可变资本公司基金和共同投资基金)的区别，我们先来看看这两类基金的一些差异(见图 13)。

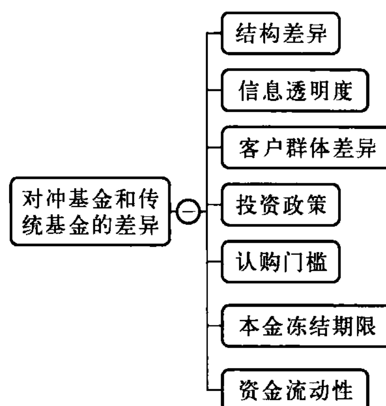


图 13　对冲基金和传统基金的差异

(1) 结构差异

在美国，绝大多数的对冲基金长期都在宽松的管制之下进行运作。这主要有两个原因：第一是因为这些基金公司都设立在海外口岸地区，第二则是因为这些基金公司都采用了有限合伙制，这样它们就不必受证券交易法(实施于 1933 年)的管制，在公司成立的时候也不必进行公告或者登记为“证券交易商”。而且，在公司股东数量少于 100 的时候，只要把股东说成是公司唯一的客户，基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金公司就可以绕开那些针对拥有 15 位以上客户的基金公司的条款限制。对冲基金的基金经理手中往往都有大量的投资工具和技术，对于传统的基金而言，这些投资工具和技术在西方所有大型金融市场都是被严格限制的（因为考虑到对个人投资者存款的保护）。这一局限性早在 1949 年就已经被阿尔弗雷德·琼斯观察到了。不过，那些传统基金（可变资本公司基金、共同投资基金或互助基金）的运营始终是在严格监控下进行的。

然而，到了 2003 年，美国金融监管当局开始密切关注这些对冲基金。美国证券和交易委员会围绕对冲基金立法这个主题，展开了一系列的研究和探讨工作。2003 年 5 月 14 日和 15 日，美国证券和交易委员会召开了一次圆桌会议，与会的有 30 多位另类投资管理专家：基金经理、行政管理人、律师、大学学者、对冲基金项目挑选决策人以及监管会代表。会议认为，对冲基金虽然不在美国证券和交易委员会的直接管制范围内，但是监管当局应该出台必要的监控措施，以保护那些个人投资者。与此同时，美国证券和交易委员会也列出了针对对冲基金的立法所面临的几个主要难点：对冲基金的会计清算体系、模糊的收费方式以及基金经理的能力与素质问题等。

可是，经过几番讨论之后，美国证券和交易委员会最终还是未能制定出一项令所有人都满意的法规。这是因为在证券和交易委员会内部，有一部分成员赞成制定对冲基金管理法规，但是另一部分成员却强烈反对。这些反对者都有其后台，例如，当时美联储（即美国的中央银行）的主席阿兰·格林斯潘。在这场争议中，赞成制定法规的威廉·唐纳森于 2004 年 2 月提出聘请 160 人注册

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并监控美国的对冲基金运行。对于某些面向机构投资者的对冲基金来说，进行基金注册对它们的发展是有益的，因为这样会提高基金管理的透明度。

(2) 信息与透明性

与传统基金管理机构按时提供基金产品特性和业绩等信息相比，对冲基金的运行有着显著的封闭性和保密性。在相当长的时间内，那些主要的对冲基金经理都拒绝透露他们的投资方法、投资标的、分析模式(宏观或微观)以及基金业绩。这种保密特征目前正在渐渐消失，这对于专业投资者来说应该是件好事。

(3) 客户群体的差异

在美国、法国、卢森堡等国家，对冲基金都没有权利向公众募集资金，因此任何形式的对冲基金广告都是被禁止的。而且在美国，只有那些专业投资者才能认购对冲基金。此外，这两个国家对于对冲基金的界定也大不一样。在欧盟国家中，对冲基金的定义只是简单区分了个人投资者和机构投资者(尽管目前还出现了“专业投资者”的说法)。但是在美国，决定一个投资者是否专业的唯一标准就是他的财产。对于单身者来说，这一标准为 20 万美元；对于已婚者来说，则是 30 万美元……总之，大体需要超过 100 万美元的财产才能被称为“专业投资者”。

美国证券和交易委员会通常认为，高收入人群对投资了解更多，从而更能承受高风险。他们认为高收入人群更加理性，不会把所有的鸡蛋都放在同一个篮子里，同样也不会将所有的资产都押在单一的投资标的上。

之后，投资者可以根据他的整体计划，分散投资一些风险程度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高于传统基金的投资标的。这种模式类似于欧洲的流动资产共同基金管理方法。

在欧盟，为了更有效地监控多赢对冲基金，监管局还出台了一项标准，即认购的基金数额不能低于1万欧元。为什么是1万欧元呢？其基本出发点是分散性投资产品在所有资产中占的比重为10%。所以，如果投资者的资产价值为10万欧元，那么他会首先考虑投资1万欧元。

(4) 投资政策

在大多数金融市场上，那些共同基金经常会受到各种法规条文的严格限制。举例来说，传统基金买进某种股票不能超过某一比例(比如，某一种股票只能占资产组合5%的比例)。相反，对冲基金经理就不受这种限制。因此，他们可以控制一些上市公司很大一部分的股权。例如以前的老虎基金(Tiger Management)，这只由朱利安·罗伯森管理的对冲基金最高时曾控制了美国航空公司24.8%的股份。这种情况在那些可变资本公司是无法想象的，尽管在那些公司里也经常出现这样或那样的控股现象。

同样，如果说在今天，每一类型的对冲基金都具有相对应的投资策略，那么我们就不难理解那些对冲基金经理为什么有时候会彻底转变投资策略。在每年年初，基金经理们会更多关注美国的那些小型企业；而到了第二季度之后，他们则会把眼光更多地投向那些发展中国家的市场。当然，这一灵活机动的管理风格只局限于那些规模较小的基金，而那些规模较大的对冲基金，其管理方式则始终表现得循规蹈矩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（5）认购门槛

如果说在欧洲,任何投资者都可以用较少的本金认购投资基金或股票的话,那么想要认购对冲基金则完全不是这样。事实上,这些对冲基金最初只为美国一些龙头企业量身定做,他们对投资者的资金数额有着很高的要求。通常情况下,其最低限度为一百万美元,不过那些投资一千万美元的投资者也是屡见不鲜的。

因此,我们可以这么说：对冲基金作为一种投资载体,主要面向那些机构投资者和财力雄厚的个人投资者。

（6）本金的自由支配度

通常,对冲基金投资者的本金都将被冻结一段时间(“冻结期限”),这一期限的具体起始日期,将会在投资者与基金经理签订的委托管理协议书中加以注明。

为了防止基金规模的经常变化所带来的消极影响,基金经理通常会在协议签订之后禁止投资者在某一时间段内抽出本金,对冲基金的本金冻结期限是保证基金管理顺利进行的前提。

（7）资金流动性

简要地说,一种投资产品的资金流动性的强弱程度,就意味着投资者在任何时候购进或者转让投资份额的难易程度。某一种金融资产的流动性越强,投资者对其的交易就越频繁。

对于大多数基金来说,其资金流动性的计算周期为每天或每周。而在对冲基金的管理过程中,这种资金流动性的计算周期更为多样,它可以是每月,也可以是每半年或每季度。这种较长的计算周期让不少对冲基金的投资者非常不安,因为这大大降低了投资的灵活性。不过,对冲基金的客户结构目前有了变化(越来越多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的机构投资者开始介入这一领域，而且在不久的将来，那些财力平平的个人投资者也将能够参与投资)，并且现在许多对冲基金的资金流动周期也变成了每周制。通过账户管理平台，客户可以方便查询目标对冲基金的头寸情况，这一切也大大提高了对冲基金的资金流动率。

另外，对冲基金的资金流动性和其业绩之间的相关性并不大。任何一只对冲基金的资金流动性，必须与该基金所涉及的资产流动性相吻合。有些对冲基金的投资策略非常接近私人股权管理模式，其实大可不必如此，因为这些对冲基金并不需要有很高的资金流动率。

我们在前面已经看到那些为广大欧洲的投资者们所熟知的传统基金，此外还有被国际上的大投资者们所推崇的对冲基金，而这两者所涉及的管理规则其实大相径庭。前一种传统基金的运行要受到很多旨在保护广大储户利益的法规的限制，而后一种对冲基金的运行则具有更大的封闭性和自主性。以上是两种全然不同的理念。

通常，很多人都会不自觉地将另类资产管理和投机画上等号。有些职业经理时常把对冲基金和另一些基金比如期货基金(已被欧盟金融市场当局批准)——作对比。不过，如果我们对此进行一番深入分析，就会发现上述两者之间并没有什么可比性。

对冲基金与期货基金：主要差异

对冲基金在各级市场上的强大渗透性使我们开始意识到，除了股票和债券等传统市场之外，投资者还可以将其他金融资产作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为投资的选择。比如，根据 1987 年的一项立法，欧盟的基金管理公司建立了一种期货市场共同基金(简称 FCIMT)。

这是一种特殊的共同投资基金，因为它无权向公众募集资金。和对冲基金一样，所有关于期货市场共同基金的广告和商业宣传也是被禁止的。这是为什么呢？因为这种基金只能在被有关当局批准之后，才能进入期货市场。这些相似特点使期货市场共同基金常常被等同于对冲基金。然而，这两者之间是有很多差异的，这些差异具体如下：

首先，相对于某些对冲基金可以涉足所有的金融市场，期货市场共同基金只能介入那些被金融市场监管局批准的期货交易市场。

其次，期货市场共同基金的运行只局限于有组织的市场，也就是那些资金流动性强、信息系统被高度监控的结构性市场。相反，很多对冲基金所涉及的市场，其资金流动性都很小，而且信息监控系统也很难介入。

再次，目前全球的期货基金在运行上都有很多风险方面的限制。通常，投资者只能将 50%的资产用以投资，剩下的 50%必须全是流动资金。这一规定的主要目的是降低投资风险。而那些对冲基金可以完全不受这种限制，投资者可以将资产全部投入，甚至还可以巧妙运用杠杆效应投入更多的资金。

最后，很多对冲基金的运行策略都着眼于对市场的预判理性的价格，并对不理性的价格进行套利，而那些期货基金则更多地通过放大效应来跟随期货市场的走势。

显而易见，对冲基金和期货基金的差异性远远大于相似性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也在很大程度上解释了为什么众多管理公司在推出期货基金、扩大产品范围的同时，仍然密切关注对冲基金的发展，特别是当这些公司还无法为高端客户提供对冲基金产品的时候。

对冲基金的发展

十多年来，金融市场中充斥着不符合经济学理论的反常现象。很多人指出，造成这种情况的首要因素就是那些对冲基金。我们可以给出几个例子。1992 年，匈牙利裔的美国基金经理乔治·索罗斯，被指控在英镑市场进行大规模投机活动。他管理的量子(Quantum)基金通过操作外汇市场做空英镑，迫使英国当局放弃了英镑与欧洲汇率机制的挂钩，而他本人也因这一操作获得了 10 亿美元的可观利润。

在接下来的一年里(1993 年)，法郎在金融市场几度受袭。那年 7 月 26 日，乔治·索罗斯在接受《费加罗报》采访时，表示他"不会针对法郎展开投机行动"，并鼓吹法郎的货币贬值率"仅仅为 3.6%"。几年之后，他又发表了相同的言论，只不过这次是针对日元。同时，索罗斯管理的量子基金运行情况很糟糕，其净亏损额高达 20 亿美元。之后不久，一些对冲基金被指控为造成 1998 年俄国金融危机的背后凶手，尽管其中不少对冲基金本身因为不当的高风险操作已经出现巨大亏损。就这样，在经济不稳定、股市大幅波动的背景下，对冲基金被理所当然地认为是造成市场失衡的最根本原因。这也让我们想起 2002 年欧洲股市大幅下跌事件，当时那些上市企业领导人都把股价下跌归咎于对冲基金。大多数对冲基金经理尽力为自己开脱，而且他们也有充足的理由：股价的下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌，并非单纯是那些对冲基金经理的过错。

之所以这么说，是因为根据那些公开统计数字，全世界只有3%的对冲基金可以被称为“宏观对冲基金”。只有这些对冲基金的目标才是在运用杠杆效应的同时，介入所有的资本市场。我们前面提到的乔治·索罗斯、朱利安·罗伯森还有迈克尔·斯坦因哈特所管理的基金，都是被归入那3%的所谓“宏观”对冲基金。

不过，几年前被认为正确的事物，现在也正在发生着变化。如今，无论是在股票、利率市场，或者是商品、期权市场，将那些造成大多数股市每日大幅波动的原因简单归咎于对冲基金是不公正的，因为近几年对冲基金行业经历了翻天覆地的变化。

当迈克尔·斯坦因哈特的基金关闭这一消息被公布后，投资者们发现，他们在1967年投入该基金的1美元，到了1995年其市价已飙升至462美元。在28年里，该基金年度业绩达到了23.8%，充分证明了斯坦因哈特这位19岁就投身华尔街的基金专家的杰出才能。这一出众业绩也将他推上了业内排行榜的第三位，仅次于乔治·索罗斯(自1969年来的基金年度业绩为34%)和朱利安·罗伯森(自1980年来的基金年度业绩为27%)。

当然，这些对冲基金经理头上的光环，并非仅仅来自他们旗下基金的骄人业绩，同样还来自他们所管理基金的庞大规模。

1995年，这三位事业如日中天的著名人物所管理的基金规模达到150亿美元左右。不过，与先锋(Vanguard)和富达投资基金(Fidelity Investments)等大型投资机构旗下的基金规模相比，这一数字就显得微不足道了。

同样，那些价值几十亿美元的投资基金也是很常见的(资产管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人称之为“巨轮”)。比如,Vanguard 指数 500 系列基金(2007 年底总价值为 1 200 亿美元)和 Pimco 机构总体回报基金(1 250 亿美元)。另外一个例子:全世界对冲基金加起来的总体规模约为 18 000 亿到 20 000 亿美元,而巴克利全球投资集团(资产管理龙头机构)一家旗下的对冲基金规模就达到了 14 800 亿美元。

对冲基金规模

对冲基金规模的大小通常会引发两类问题:

第一,在小型市场上,对冲基金的运行常常会导致市场失衡。如果很多在银行机构工作的传统基金管理者都纷纷效仿对冲基金经理的做法,那么这一普遍现象将会给不少市场带来灾难性的后果。

第二,那些对冲基金经理自己也承认,当自己旗下的基金规模过大时,他们自己也会因为重重压力而备受煎熬。因此,只有具备最佳规模的基金,才能充分调动基金经理的积极主动性。那些数字庞大的资金(例如用于买进上市公司股票的投资基金)只会对整个投资计划造成干扰。另外,很多处于投资阵地前沿的基金经理,有时也会很难辨认究竟哪些金融资产会给自己带来高额回报。

通常,如果基金的规模扩大,那么组成该基金的每一份额都会显得更加重要。在这种情况下,如果一只基金的规模为 10 亿欧元,那么份额每扩大 1%,就意味着必须找到一家流动资金库运转稳定的上市企业来接受这 1 000 万欧元的投资资金。不过,并非只有那些对冲基金经理才会遇到上述问题。那些中型基金管理机构也会面临相同的难题,即那些业绩良好的基金都必然会吸引众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的投资者认购大量份额。

然而，如果基金规模相对较小且只面向国内市场开放的话，大量的注册资金就会在某种程度上对基金管理程序造成干扰。要改善这种现状，就需要基金经理扩大经营范围，或者更改投资标准，以尽可能地扩大基金的规模。

多赢对冲基金管理的崛起

在另类投资这一个生态圈内，对冲基金经理还应该考虑到其他的另类投资者，例如多赢对冲基金，相关统计数据显示其年均增长幅度可达25%—40%。如果这些多赢对冲基金面对的是那些机构投资者的话，那么委托管理协议书的签订是至关重要的一步。

通常，那些多赢对冲基金经理人是可以吸纳更多资金的投资平台。这一点与对冲基金不同，因为近年来有不少还在运行中的对冲基金不再对外进行募资，除非在某个基金股东想进一步扩大股份的情况下。只有这时，对冲基金经理才可以接受新投资者及其募集资金，以保持基金规模的稳定。

这就涉及对冲基金的开放性的关键问题。其实，大多数投资者，尤其是那些稳健的机构投资者，都会比较偏爱以往业绩良好（“历史纪录优秀”）的基金，因为历史业绩是他们作出投资决策的最关键依据。然而，这些一贯表现优秀的基金通常都不再接受新的募集资金，只有那些投资时间长的老股东才能享受扩大投资规模的优惠政策。那么，新的投资者该怎么办呢？他们可以首选那些大的金融机构、银行或者保险公司，这些机构除了发行对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之外，还发行对冲多赢对冲基金，并且具备足够的财力和人力为广大投资者服务。不过尽管如此，上述机构在这一领域仍然不是很活跃。

但有一点是肯定的：在短短几年内，另类投资管理在欧洲已经发展成为一种整体的资产管理模式，在这一领域云集了众多大型金融机构。有好几个方面的原因可以解释它的成功。

多赢对冲投资成功的秘诀

根据对冲基金研究机构(HFR)2008 年第一季度的统计数据，对冲基金的资产价值已经达到 18 750 亿美元。另外，根据“对冲基金智囊团”(HFI)同一时期的数据显示，对冲基金规模已达到 26 500亿美元。而在 2000 年，对冲基金的整体规模只在 5 000 亿美元左右。

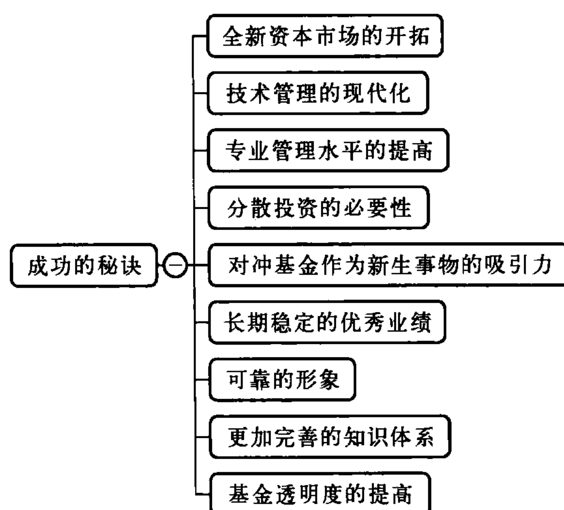


图 14　构建成功对冲基金的九大要素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对股市规模而言，上面的数字也许显得无足轻重，但是我们应该看到对冲基金数量在 15 年间的迅速增长（在 2004 年仅为 7 000只，到了 2007 年底则迅速上升为 10 000 只），而且那些对冲基金经理们娴熟的投资手法也征服了众多投资者。我们可以列出 9 个主要原因来解释对冲基金取得的成功（见图 14）。

全新资本市场的开拓

20 世纪 90 年代，新兴市场、科技业证券、抵押证券市场等全新金融市场的出现，促使对冲基金经理们不断探索新的投资领域。他们试图运用有别于传统管理方法的全新投资技术，以此开发出新的投资契机。因此，随着这些全新市场和全新资产的出现，那些新颖独特的管理技术也随之诞生。

技术管理的现代化

在全新市场和全新资产出现的同时，计算机科学和计量科学也得以广泛普及，并被赋予了很多前所未有的功能。这就使建立投资机构的成本大大降低。同时，通过对数据库和其他信息载体的直接查询，基金经理们可以方便地获得准确信息。

专业管理水平的提高

随着对冲基金运行成本的降低，很多来自不同机构的基金经理纷纷建立了自己的对冲基金，根据实际情况因地制宜地设计投资模式。这就使他们自身的专业管理水平显得日益重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散投资的必要性

总体而言,20 世纪 90 年代可以说是资产管理者的黄金年代。在股市看涨的大背景下,很多投资者都改变了策略,决定将他们的资金分散投资到不同的金融资产上。对冲基金经理们迎合了投资者的这种需求,在股市全球化的进程中将投资者们的资产加以分散经营。

对冲基金作为新生事物的吸引力

一些在银行和保险公司下属基金公司工作的基金经理,以及另一些以机构投资者名义进行基金操作的基金经理,在运营传统基金的过程中也发现了市场弱有效性所能带来的潜在收益。

这种利用股价的不连贯性来获利的动机,再加上全球金融市场一体化的趋势,促使很多传统基金管理者纷纷转变思路,开始经营对冲基金。

长期稳定的优秀业绩

任何行业的持续性发展都取决于它优秀的历史业绩。总体而言,那些对冲基金经理的成功事例,有力地证明了这一点:尽管金融市场中存在着不可避免的风险,但是对冲基金仍然可以获得较好业绩。

可靠的形象

发生在 2000—2002 年以及 2007 年的股市强烈波动,令广大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者深受其害。股价先是反常上涨，接着又强烈下跌。与此同时，对冲基金管理以其注重风险控制和资本保值的保守原则，得到了众多投资者的青睐。

这一现象在发展最为迅速的多赢对冲基金领域中尤为明显。由于不同投资标的之间可以进行风险抵消，最终使得“风险—回报”这一比率达到最优化。

更加完善的知识体系

对冲基金的广泛普及，也要归功于现代金融理论的完善，以及基金收益衡量指数的出现。如果说在最初的阶段，另类投资管理只被认为是一种在任何市场走势中都能盈利的“技巧”，那么如今大多数的投资者都明白另类投资管理其实是一门基于统计学、心理学和经济学的复杂学科。

很显然，在短短几年的时间内，无论是在管理技术方面，还是在基金运作的公开透明性方面，另类投资管理已经趋于结构化、工业化、职业化。

即使另类投资管理不像有些投资者说的那样“另类”，我们也不能把它和其他管理模式混为一谈。这是因为，尽管历经重大变化，另类投资管理对我们而言仍然是一门难以捉摸的学科。

基金透明度的提高

对冲基金经常被认为是一种致力于发现套利机会的封闭性基金，投资者在把大量资金交给基金经理之后，有时几年之内都无法知晓该基金的运行情况。一些比较负责任的对冲基金经理每年也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只向其投资者汇报一次有关基金运行的情况，这些有限的信息大多只是为了通知投资者基金的收益状况。

我们也看到，另类投资管理这几年正趋向职业化和规范化。在一些基金管理公司，组成专业投资工作组的成员往往有十多人之众，其中包括分析师、基金经理、律师等。

同样，那些机构投资者和多赢对冲基金管理者正越来越多地关注着对冲基金，这也促使对冲基金的操作更加透明化。如今的投资者们已经不会再轻易把几百万欧元的资产交给身边某一位熟人推荐的传统基金。即使对冲基金的挑选仍旧是一项风险度高、成本昂贵的行动，但是如今那些对冲基金经理都纷纷加大了与投资者的沟通力度，这也让投资者们有了更强的安全感。虽然就某些管理策略而言，基金经理们不能将其中的细节和盘托出，但很多投资者都认为对冲基金经理们提供的报告要比那些传统基金经理所提供的报告更完整，因为这些报告文件能让投资者们更好地了解他们的具体收益和收益的来源。

在对冲基金创建伊始，其客户都是那些财力雄厚的个人投资者。现如今，那些机构投资者在对冲基金资金总额方面已占据了重要位置(2007 年约占 50%的资金总额)。

在建立商业合作之前，基金挑选决策人通常都会要求对冲基金经理(或基金的管理者)完成一份相当重要的尽职调查报告(英文也叫作“招标细则”)。这份文件详细列出了所有关于该投资项目的重点，其中包括基金经理的履历、项目风险监控程序、基金经理使用的数量分析工具乃至所使用的数据库系统等。

通过阅读这份长达十多页的详细文件，基金挑选决策人可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大致掌握该对冲基金的特点。在某些情况下，如果尽职调查中出现了含混之处，那么即使该基金的业绩再怎么突出，也无法避免它最终被淘汰出局的命运。

然而，这份所谓“完整详细”的尽职调查报告也无法预防某些基金的破产和某些基金管理中的欺骗造假行为。因为另类投资管理也和其他经济部门的管理一样，在巨大的利益诱惑面前，总会有人想逾越道德底线做损人利己的坏事。

尽管我们不能断言另类投资管理行业纵容高科技犯罪行为，但我们仍然要列出那些最著名的对冲基金欺诈或破产事件，同时列举那些不择手段的基金管理公司的所作所为，来表明那些另类投资管理技术并非是无懈可击的。投资者对于这些“市场精英”的选择应该是慎重而周全的。

欺诈、破产与清盘

即使另类投资管理行业中的欺诈行为并不比其他一些行业（比如金融咨询业）多，我们也不能对这些由对冲基金引起的灾难性事件视而不见。然而，根据数字显示，美国证券和交易委员会曾经收到投资者递交的对 1 万只对冲基金的投诉报告，但它最终只对其中 38 只展开了调查。

除了广大投资者记忆犹新的长期资产管理公司（LTCM）破产事件之外，20 世纪 90 年代还有几个对冲基金事件让投资者深受其害。现在让我们来看看个中曲折，这不仅是为了更深刻地认识资本市场的复杂性，也是为了在以后的投资中防微杜渐，在风险控制上把好关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗恩与尼查基金(Roon and Nidra Capital)

理查德·S·罗恩在1986年创立了尼查资本基金。这个自称曾效力于著名机构潘韦伯投资公司的人,向投资者鼓吹自己掌握不少有关股市和上市企业的内部消息,从而吸引了大批投资客户。

除了过去的工作经历,罗恩的美国华盛顿大学经济金融学文凭也让他得到客户的不少青睐。从第一年的运作开始,罗恩的基金业绩达到62.5%,连他自己都不知道是怎么回事,不过这一切都无所谓。之后,一些大人物也慕名而来,尤其是纽约的大律师马夏尔·曼利把自己的52.5万美元全都交托给罗恩打理。但基金成立仅仅两年之后,罗恩就不得不面对一个悲惨现实:他的基金破产了,其亏损总额达到260万美元。紧接着,罗恩被查出从来没念过大学,所谓的金融职业生涯也是捏造出来的。相反,他在20世纪80年代还曾经与一桩网球场建造的诈骗案有牵连。理查德·S·罗恩后来因获罪被判入狱一年零一天。

巴里布尼昂合伙基金(Ballybunion Capital Partners)

米歇尔·T·希金斯在圣弗朗西斯科成立了巴里布尼昂合伙基金,该基金的运行采取的是长短期资产管理模式,并且着重于科技证券市场。希金斯同样也伪造了基金的良好业绩,他向外吹嘘其基金业绩在1998年高达39%,而到了下一年又飙升至53%。他通过互联网宣传其基金,并且吸收了760万美元的注册资金。但是,他的基金很快就垮台了。其亏损额达到基金规模的60%,而希金斯本人也被证券交易委员会列为调查对象。他后来被判有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罪入狱 18 个月,并且被终身禁止从事资产管理行业。

阿什贝利合伙基金(Ashbury Capital Partners)

马克·亚加拉的一切努力似乎都是白费的,即使他不那么勤奋,也照样不妨碍他在投资行业里迅速声名鹊起。当亚加拉还是个十多岁的少年时,他就被迈克尔·道格拉斯主演的电影《华尔街》深深吸引,并由此开始涉足一些小额证券交易。在初尝甜头之后,他便建议他的伙伴们购进美国在线(AOL)和戴尔计算机公司的股票。由于这些建议很成功,从此亚加拉就坚信自己可以在这一领域深入发展下去。

于是,他决定创建阿什贝利合伙基金,此对冲基金专门从事长短期资产管理。他的名声通过良好的人际关系网得以广泛传播,随后有几百万美元的资金流向他所管理的基金。

在商业宣传方面,由于年仅 23 岁的亚加拉向客户承诺其基金的年度业绩能达到 60%,因此也没有费太多周折。不过,我们的"股市小天才"接着就有了麻烦,其中最主要的麻烦来自桑德拉·贝特利,《花花公子》杂志的头号模特。在亚加拉经人介绍认识该杂志创办人之后,他就开始热烈追求桑德拉。

随后,他送给桑德拉价值几百万美元的别墅、两辆法拉利、一辆奔驰敞篷车、一辆宾利以及一些黄金与钻石珠宝。接下来,亚加拉为讨得美人欢心,已无暇顾及基金业务。他的基金业绩一路下滑,之后他为了支付高额费用竟然还从基金中挪用。2000 年 10 月 18 日,马克·亚加拉被捕。他因为导致 110 名投资客户资金亏损,最终被判入狱 5 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剑桥合伙基金(Cambridge Partners)

约翰·纳达尔自称是科技证券投资专家。他在基金管理的过程中,购进那些他认为市价被低估的股票,同时卖出那些市价被高估的股票。他于1992年创立对冲基金,但是到了年底就亏损了2万美元。可是他并没有立即对外公布这一坏消息,也没有采取任何补救措施,而是选择了欺诈手段。

从1992年到1999年,他一直在做假账,并且虚构基金业绩。当某一个客户决定抽出资金时,约翰·纳达尔就采取拆东墙补西墙的办法,将新吸收进来的一部分资金归还给他。然而,到了2000年1月,一个客户要求抽出他投资的1 200万美元资金,可当时整个基金只剩下300万美元了。

同年2月,约翰·纳达尔到法院自首,并对其罪行供认不讳。他被判入狱10年,并且被判终身禁止从事金融行业,此外还被勒令赔偿510 000万美元的损失。根据调查显示,约翰·纳达尔早在1986年就因非法操作被芝加哥期货交易所停业6个星期,并被罚款15 000美元。

玛利科巴投资公司(Maricopa Investment Corp.)

在七年之内,大卫·莫比利一直在欺骗监管局和投资者。这个所谓自学成才者始终吹嘘自己从13岁起就开始学习炒股,并且自称这段经历让他产生灵感并创造了名为“捕食者”的数据处理工具。这一工具的功能确实非常先进,但是,大卫·莫比利对其操作和功能始终保密。同时,他对其基金管理的方法也只字不提。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这并不影响投资者们蜂拥而来，先后被诈骗的资金额高达 5 900 万美元。其实，大卫·莫比利也并没有什么神奇之术，就是将几个高风险投资计划同时运用于一些非上市企业，比如一家高尔夫球场、一家房产信贷企业、一个雪茄爱好者酒吧等。

另外，大卫·莫比利以“应得报酬”为名侵吞了很多资金：他的年薪高达 100 万美元，奖金则是 200 万美元。同样，美国证券和交易委员会的调查也显示，莫比利的生活是非常奢华的：价值 100 万美元的位于纳波尔(佛罗里达)的别墅，位于科罗拉多州、价值 200 万美元的第二住宅，以及好几辆轿车，其中包括一辆价值 10 万美元的保时捷。不过，作为富豪，大卫·莫比利也没有忘记显示其“慷慨”的一面，他给各类慈善团体的捐款达到 350 万美元。可是这些钱都来自投资者的资金，所以这种“慷慨”也是相对而言的。大卫·莫比利因为其诈骗罪行，可能会被判 10 年监禁。

曼哈顿投资基金(Manhattan Investment Fund)

1996 年，迈克尔·伯杰在百慕大地区创立了自己的外围离岸基金。2000 年 1 月，这个年轻而“有前途”的基金经理决定通过信件开诚布公地坦白真情：“我刚刚通报了美国当局，近年来公布的有关本人名下基金的运行情况的信息都是不正确的，这只基金目前的净资产价值要远远小于以前所公布的数字……”

这封招供信让 280 名投资客户猝不及防，其中还包括一些投资多赢对冲基金的欧洲客户。情况怎么会是这样？很简单，就是通过谎言欺骗。

即使这一诈骗罪名足以让伯杰被送上法庭，但是他的罪行还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不止于此：为了掩盖基金的糟糕业绩，他还做了一系列假账。他名下的基金最初有 3 500 万美元的资金，但是到了最后只剩下了几十美元。由于种种恶劣罪行，伯杰最终被判入狱 4 年。

休斯资产管理基金(House Asset Management)

在伊利诺伊州(更确切地说，在姬翁山)，保尔·休斯和布兰顿·摩尔创立了他们的休斯资产管理基金。这两位不到 30 岁的"基金经理"，通过宣传他们的基金可以抵御股市的波动，从而吸引了 60 多位投资者。很快，基金规模就达到将近 300 万美元。休斯和摩尔甚至准备接收第二批规模达到 500 万美元的募集资金。

可是，之后公布的基金业绩却不理想，而且所有的账目也有做假的痕迹。2001 年，美国证券和交易委员会经过调查，发现休斯和摩尔用这些募集资金，以自己的名义购置了办公场所和公寓。即使一家当地报纸曾报道这两位金融家经常出入很多宗教场所，并且常常慷慨解囊，但这一切仍然无法抵消他们的罪行。其实，早在休斯因为违规操作而被禁止从事金融行业之后，有关部门就应该对此有所警惕了。

格兰尼特基金(Granite)

这一事件并非涉及诈骗行为，而是涉及管理模式的错误。该基金创始人大卫·阿斯金曾是一名抵押债券专家。由于风险监控失误以及评估系统的过时，格兰尼特基金失去了与之合作的主要经纪人的信任。结果，该基金在 1994 年被宣告破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老虎基金(Tiger Management Corp.)

与乔治·索罗斯和迈克尔·斯坦因哈特同时代的朱利安·罗伯森，他旗下的老虎基金管理同样体现了宏观策略。

这三位基金经理以他们的巨大成功，在另类投资管理史上曾写下过辉煌的篇章。不过，到了20世纪90年代末，朱利安·罗伯森已无法跟随股市的发展。他公开承认自己已经无法理解现今股市操作的逻辑性，并对新经济的可持续性表示怀疑。即使朱利安·罗伯森堪称宝刀未老，他还是在2000年3月宣布隐退。

沃尔特基金(Volter)

这一对冲基金创立于法国巴黎，专门利用股市波动进行套利交易。仅仅在2000年9月左右，这只基金就如同阳光下的积雪一样融化消失了(其亏损额达到420万欧元)。该基金被关闭，其投资小组成员之后也被列为调查对象。

长期资产管理公司(LTCM)

在以往20年间发生的有关对冲基金破产的著名事件中，长期资产管理公司事件是最广为人知的。

长期资产管理公司是一位被全世界所有交易机构推崇的基金经理——约翰·梅里维瑟所创建的项目。约翰·梅里维瑟的父亲是一名会计，母亲则在一所学校工作，他本人从小就对那些金融市场表现出了浓厚兴趣。从12岁起，聪明好学的梅里维瑟就开始投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资美国股市。在芝加哥大学取得MBA学位后，26岁的梅里维瑟进入了所罗门兄弟银行，并于几年之后在那里建立了套利交易部门。在股市预测方面，梅里维瑟确实具有超常的天赋，他经常与那些投资者，尤其是那些市场交易员唱反调。梅里维瑟的才干使得他领导的套利交易部门连续几年为银行带来最高的利润，同时也使他本人获得的奖金达到了天文数字。对自身才华自信满满的梅里维瑟从来不畏惧任何挑战。他还曾经下注1 000万美元，向所罗门银行总裁约翰·古特福德提出赌扑克。由于他的镇定气势震慑了古特福德，使得后者最终没有接受这一挑战。但是，撇开性格不谈，梅里维瑟似乎还不满足于他的成功现状。1991年，美国证券交易委员会发现他曾经伪造了一份美国国库债券招标文书，以此来扩大投资规模。为此，所罗门兄弟银行被罚款29 000万美元。梅里维瑟本人也被开除，并被罚款5万美元。之后的两年内，我们的金融家隐居在他位于纽约北部、占地面积27公顷的私人住宅里。他每天都沉迷于高尔夫，这是他最擅长的运动项目，因为他小时候曾做过高尔夫球童。后来，他又重新认识到自己的才能，认为自己可以私下建立一些有用的管理模式。就这样，他决定建立自己的对冲基金，并将其取名为“长期资产管理公司”(LTCM)。图15为长期资产管理公司的商标。



图15　长期资产管理公司的商标

1994年2月，梅里维瑟开始大规模招兵买马，并从他原先工作过的所罗门兄弟银行挖了不少人才。很快，他的基金公司在套利交易领域初绽头角。劳伦斯·希里布朗(1991年年薪230万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的市场交易员)、格利哥里·霍金斯、汉斯·赫夫施密德、埃里克·罗森费尔德、理查德·里希、大卫·慕林斯(美联储副主席)以及罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯(二人于1997年共同获得诺贝尔经济学奖)等人纷纷加入了这支“梦之队”。



图16 诺贝尔经济学奖获得者默顿(左)与斯科尔斯(右)

之后,对冲基金开始运行,它所面向的客户群也是经过严格挑选的,被接受的99名投资客户每人至少出资1 000万美元。在基金运行信息的公布方面,这些客户每个月才会收到一份基金报告。如果要想掌握更多信息,除非成为基金公司的合伙人。这样就确保了最低1亿美元顺利入账。此外,这些资金在1997年12月31日前都将被冻结,而且所有的投资客户还要接受高昂的收费制度:2%的管理费用以及上交的25%基金业绩分红。

基金公司内的一些合伙人对这一基金持高度乐观的态度,他们还以个人名义借了4 000万美元用以投资。在最初的四年里,长期资产管理公司没有让投资者失望,它取得了很好的业绩:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1994 年为 20%，1995 年为 43%，1996 年为 41%，1998 年为 17%。之后，基金管理小组决定将其中 20 亿美元返还给原先的老客户，同时向他们说明基金规模过于庞大将会干扰他们的管理程序。

但是，到了 1998 年 9 月，金融界发生了剧烈震动。由于受到银行业突发事件的影响，长期资产管理公司陷入破产边缘。紧接着，基金管理出现入不敷出的局面。1998 年初，该基金自有资产总价值为 48 亿美元，然而它的头寸却达到了 1 200 亿美元，杠杆率高达 25。1998 年 9 月底，基金规模仅剩 6 亿美元，但是同期头寸仍高达 1 000 亿美元，杠杆率随即飙升至 167。同时，俄罗斯以及拉美洲国家的一系列债务危机(尤以巴西为甚)，使得银行无法再贷款给梅里维瑟的基金公司用以保证金的储备。这时，美联储副行政总裁彼得·费舍尔主动提出为这只处于危机状态中的对冲基金进行风险清算。之后经过严格审查发现，梅里维瑟的基金公司头寸实际超过了 1 万亿美元。这种情况急需监控当局的介入，

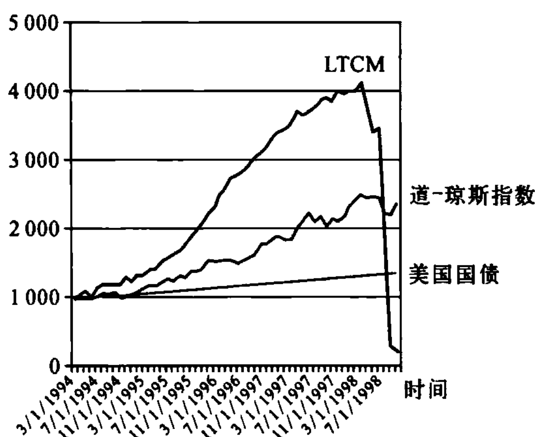


图 17　LTCM 与道-琼斯指数、美国国债的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，当时的美联储主席阿兰·格林斯潘领命开始实行对这只基金的救助计划。

格林斯潘调集了众多大银行(高盛、美林、摩根斯坦利、瑞士银行、瑞士信贷第一波士顿、德意志银行等)，为梅里维瑟的基金公司及时注入了35亿美元的保证金，就此避免了一场灾难性的金融风暴。在这些银行中，也有几家法国的大银行，例如农业信贷银行(通过其隶属机构东方汇理银行)和法国兴业银行等。

总体上看，梅里维瑟的基金公司一共需要200多亿美元的救助。其中，法国兴业银行投入了1.25亿美元。但是在两年之后，即2000年8月，兴业银行宣布退出这一事件，不再对梅里维瑟的基金公司提供援助。

1998年夏天的金融危机同样也波及了其他另类投资管理载体，但是后果相对而言没那么严重。这其中的主要原因，是因为这场危机首先重创的是那些新兴国家的经济(主要是亚洲国家)，然后才缓缓蔓延到俄罗斯和拉美洲国家。然而，有一些对冲基金由于紧盯那些高风险但是有利可图的市场，并且使用了一系列特殊的投资模式，因此，在金融风暴的袭击下，仅仅几个星期，这些对冲基金就遭受了严重损失，其中有的甚至还受到了致命的打击。

莱昂·考伯曼的基金就是其中一个典型例子。这位投资明星到后来不得不亲口承认，他管理的“欧米加咨询基金”原先规模为40亿美元，但是仅仅在一个月内(1998年8月)，该基金就亏损10亿美元。另一只面对新兴国家市场的“埃弗里前沿资本基金”原来规模为27亿美元，但是在短短几个星期内，其损失就高达13亿美元。

以上这些都发生在1998年。在此之后，又有几只对冲基金相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继倒塌，这其中不能不提到阿玛兰基金(Amaranth)。这只基金着眼于能源市场的投资，其创建人名叫布里安·亨特，是一名年轻的套利交易员。然而，就是这位深受投资者喜爱的基金经理，于2006年9月承认他在天然气期货交易市场上，于一个星期之内亏损60亿美元，而其基金的总资产规模也只有90亿美元。后来，JP摩根接手了剩下的资产，但这一切还没有结束。2007年，布里安·亨特因非法操纵股价而被指控。但是，面对如此形势，他后来仍创立了另外一只新的对冲基金——索兰格咨询基金(Solengo Capital Advisors)，并且决定把原先接手阿玛兰基金的JP摩根告上法庭。

与亨特一样，约翰·梅里维瑟后来也创立了新的基金——JWM合作基金(JWM Partners LLC)，不过他之后也遭遇了重重挫折。在2008年最初的三个月内，这只基金亏损额达到了28%，从而引发了那些原本就不信任他的投资者们的公愤。

对冲基金面临的新问题

除了上面所说的欺诈和破产案例之外，我们还要看到对冲基金市场的结构性问题。2007年夏天的信贷危机加大了某些投资管理策略的操作难度，特别是对于那些新建立的基金而言。因此，贝尔·斯蒂尔斯也和其他的基金经理一样，把他旗下两只对冲基金的失败归咎于2007年夏的这场金融危机。但这一武断结论却忽略了以下几个事实：第一，斯蒂尔斯所管理的富肯(Falcon)基金与阿斯塔(Asta)基金2007年才问世；第二，在此之前，尽管很多银行的处境也开始不妙(例如JP摩根银行当时所遇到的困难)，但这些银行仍在尽力抢救陷于危机中的对冲基金(例如花旗银行在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年5月接连拯救了两只对冲基金)。

当然,上述事例并不能说明所有对冲基金就此名誉扫地,大多数对冲基金的运作还是成功的。统计数据显示,最近十年内,资本市场上每1 000只对冲基金中,每年只有大约3只最后破产,3‰的比例是很低的。那些破产的对冲基金一般都具有以下特征:

(1) 基金规模较小(小于1亿美元);

(2) 基金管理策略复杂,且操作透明度低;

(3) 基金杠杆率较大。

我们已经看到多赢对冲基金运行过程中所遇到的种种困难:从几千个候选对象中挑选合适的对冲基金,根据市场风险系数(Alpha)慎重建构投资组合,然后还要随时随地对基金操作实施监控,以避免重蹈那些破产的对冲基金的覆辙。

从整体角度来看,本书章节中凡是提到对冲基金时,就会提到给对冲基金规范立法的话题。这一话题看来真的是要贯穿全书了。

对冲基金的规范立法

原则上,目前的对冲基金并不受任何立法的限制。如果一只像长期资产管理公司(LTCM)那样的对冲基金,在面对负责监控基金操作的立法当局时表现得唯命是从,那看起来就会有点出乎意料。这一不合常理的现象几个月之后引起了广泛争议:当局是否应该立法规范对冲基金的操作管理,以防止类似长期资产管理公司破产的事例再次上演?这一考虑除了金融方面的原因之外,国际社会也认为某些对冲基金操作的不透明性容易导致黑幕交易的出现。最直接的例子:我们都看到2001年的“9·11”事件之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，犯罪现象层出不穷，这种情况使得那些对冲基金也可能被用来为“基地”组织这样的恐怖组织服务。

除此之外，一些严谨的专家纷纷开始研究那些几乎不受任何监控的对冲基金。

巴勒委员会的立法提议

如前所述，长期资产管理公司于 1998 年破产。这一事件过去 4 个月后，负责银行监控的巴勒委员会（类似国际银行清算体系）曾发表一系列提议，用以整顿金融机构和高风险投资机构（主要是对冲基金）。该提议并没有涉及对高风险投资机构单独立法这一主题，而是提出“推动证券转让和衍生品交易风险衡量体系的出台、高风险投资机构借贷底线的制定，以及信贷提升工具的调整”。此外，委员会还提议，鉴于高风险投资机构所从事的交易特性（例如，证券转让等杠杆率较高的风险交易）以及这些机构目前的风险监控体系所存在的缺陷，有必要对它们实施更加严格的风险监控措施。

其实，对于巴勒委员会来说，最根本的问题并不在于制定规范，而在于为那些高风险基金和金融机构（银行、保险公司等）的交易划定底线。

1999 年的美利坚报告

在克林顿总统的要求下，一个由美国财政部、美联储、美国证券交易委员会、商品期货交易委员会和联邦保险委员会等机构成员组成的工作小组，于 1999 年 4 月撰写了一篇报告，建议规范对冲基金的管理，以提高其运作透明度。该报告明确要求对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理必须每半年公布基金运行情况。除此之外，该报告还分析了在衍生品交易上提高自有资产率的必要性。最后，工作组还建议所有的上市企业公布“与高风险投资机构进行交易操作的情况概要”。

达万(Davanne)报告

奥利维埃·达万是最早提出对对冲基金进行强制性约束的专家。应当时的财政部部长多米尼克·施特劳斯的要求，他曾向法兰西银行、股市交易委员会和银行业委员会递交了一篇题为《资产组合的透明度与市场风险的控制》的报告。在该报告中，他建议提高那些对冲基金的操作透明度。

为此，他提议成立专门监管机构，负责审查每一只基金所提供的信息。同时，这一透明度要求也适用于所有的银行，通过这一信息审查程序，那些借贷机构就可以及时了解自己在金融市场上所处的位置，并将具体信息及时公布于众。

2003 年美国证券和交易委员会的分析报告

随着另类投资管理在美国的崛起，美国当局立法规范对冲基金业务已是势在必行。尽管一些对冲基金经理百般阻挠，美国证券和交易委员会仍然在 2004 年出台了有关法规。不过要注意的是，为了谨慎起见，委员会接触了很多另类投资管理从业者。同时，该委员会希望对冲基金最好由那些共同基金(例如互助基金)管理机构来操作，这一提议的目的仍然是为了保护个人投资者的利益。此外，证券和交易委员会在其网站上开辟了一个教学单元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用于解释另类投资管理的主要原理，还提醒投资者注意这种投资模式所包含的特殊风险。但是，即使在证券交易委员会内部，成员们对于法规能达到的约束效果也各持不同意见。最后，在证券交易委员会的网站上，投资者自己也可以核实那些运行对冲基金的管理机构是否被批准营业。

争论远远没有结束。在尼古拉·萨科奇、安琪拉·默克尔和乔治·布什(他曾于 2007 年命令美国财政部部长亨利·保尔森加大对对冲基金的监控力度)这些大人物的影响下，有许多政客时常把立法规范对冲基金的话题挂在嘴边。

金融界对这些争论当然不会无动于衷。他们中的一些人拒绝被各种立法条文所限制，并开始反击政客们的行为。2007 年年底，一些基金经理在伦敦创立了一部对冲基金管理行业行为准则，并将它推广至对冲基金行业联合会的所有成员的管理过程之中。

上述这些权力机构所作的研究表明，国际社会对于对冲基金的角色定位仍有疑虑。大多数国家都不希望对冲基金成为犯罪帮凶，不过它们仍然希望对冲基金从业人员能遵守最起码的行业准则。说得清楚点，就是降低对冲基金管理的自主程度。因为，那些拥有良好投资前景的对冲基金，通常都会用两种方法吸引投资者加盟：或将一部分资金向投资者开放；或怂恿投资者加入，以获取必要的资金作为投机交易的保证金。不过，我们要注意的是，有些对冲基金的操作和别的对冲基金相比还是不同的(例如，有些对冲基金只着眼于那些西方发达国家政府债券的投资)，而且我们还要抵制那些认为另类投资管理仅仅局限于对冲基金管理的狭隘想法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使大多数监控当局都希望专门立法用以规范对冲基金操作,我们也不能保证他们的愿望有一天会完全实现。实际上,如前所述,对冲基金和另类投资管理本身就涉及十多种不同的投资类型。如果某些投资模式的运行需要严格监控的话,那么对于另外一些投资模式,我们只要制定相应的具有约束功能的行为准则就可以了。

最后,我们还要指出,对冲基金经理并非生活在一个封闭的世界里。实际上,如同资本市场上的任何一个参与者一样,他的一举一动都和市场上其他的参与者紧密关联。

对冲基金运行中的主要参与者(见图 18)

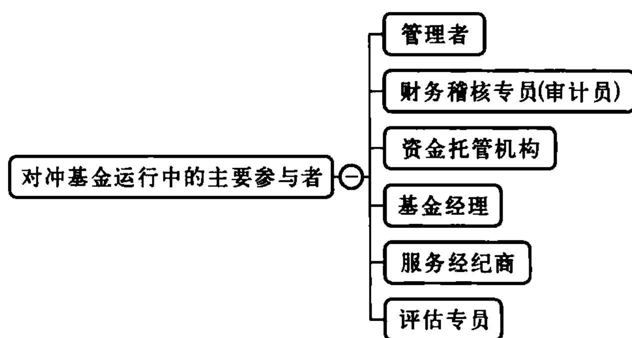


图 18　对冲基金运作所需要的参与者

管理者

这里的管理者指的是一些投资银行或者专门的投资管理机构。管理者主要负责投资计划的落实,并管理基金资产与负债情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况的变动，包括资金募集和买断。通常情况下，管理者的工作地点都在基金的募集登记地（例如比荷卢三国关税同盟、爱尔兰等）。如果基金募集地是在巴拿马这样的遥远国家，那么该基金就被叫作外围离岸基金，可以不受立法的限制。在这种情况下，基金净资产价值会根据服务经纪商（这点我们以后会说到）和基金经理提供的信息得以哄抬。此外，管理者的责任还包括对基金运行中的有关错误行为进行纠正。

财务稽核专员（审计员）

财务稽核专员主要负责对会计账目进行审查核实。他从基金经理和其他参与者那里获取信息，并且审核基金净资产和托管机构资金的运行情况。此外，他还负责查实资金状况及其流动去向，并检查是否有表外资产的存在。

资金托管机构

资金托管机构通常指银行，或那些接受资产托管并且提供整套服务（红利支付、证券托管等）的金融机构。

基金经理

基金经理负责基金的整个投资流程，他平时也负责接纳新投资者的注册资金。

服务经纪商

服务经纪商有别于那些资金保管机构，区别就在于服务经纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商可以帮助那些杠杆基金进行融资，这也是他们得以生存的根本能力。他们通常与基金经理保持密切联系。大多数情况下，服务经纪商指的是可以对基金操作进行交割清算的投资银行，它接受资产托管，对卖空交易进行二次融资，并对基金整体风险了如指掌。

评估专员

评估专员负责对交易数额进行评估，以此决定抵押金（必要情况下）或者由双方通过协商确定付款金额。如果证券没有标价，或者没有定期标价，基金经理可以自行评估，但是评估结果需要管理者的同意以及财务稽核员的审核。评估专员可以与上面某一个参与者（管理者、服务经纪商）共同效力于一家机构，也可以是独立的第三方。

因此，如果说舆论大多呼吁立法规范对冲基金业务（这一呼声在美国特别高），那么认识对冲基金操作中的全部参与者是很有必要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另类投资管理的方法

另类投资管理基金，尤其是对冲基金，它们的主要目的都是为了获取绝对收益，但是这些基金操作所涉及的管理方法是多样的。这些基金在发展过程中也建立了一系列的投资策略，通常这些策略都被用以建立精密的数据模型。在描述这一原理之前，我们先来看看这些基金管理方法。不过，这是一项复杂的任务，之所以这么说是有很多原因的。

首先，如果说对冲基金的种类多到令人吃惊，最主要的原因是因为对冲基金的分类标准主要是他们所采用的投资技术。在一个竞争激烈的领域(不仅仅是金融业)，某种改良的投资方法可以让基金管理者在风险得以控制的基础上取得良好业绩，从而让基金及其管理者获益匪浅，并且在竞争中脱颖而出。在这样的环境中，通常每个基金经理都有自己独特的投资方法。为了保护自己的管理方法，不让别的竞争者“偷师学艺”，基金经理往往要花费很多心思。直到今天，大多数对冲基金经理们仍然对他们的投资计划和投资策略三缄其口，也不会主动透露这方面的细节。因此，另类投资管理不仅涉及的方法繁多，而且其中一部分方法仍然处于保密状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，在今天，还是有相当一部分投资方法在理论上已被人熟知。事实上，如果我们只是轻描淡写地说哪些领域可能会被某些专业的基金经理所关注，那么我们还是不能了解基金管理模式上的每个细节。尽管如此，为了更好地了解那些另类投资管理基金，我们还是有必要阐述与之相关的主要管理方法，尽管这些方法的分类并不正式。

此外，我们还必须注意到，与传统管理相比，有关另类投资管理的术语用得更多的还是那些英文词汇。当然，我们完全可以把它们翻译成中文，不过之后可能会产生两个问题：首先，我们不能肯定翻译过来的词汇能够准确无误地表达原意；其次，另类投资管理在英美国家更为发达。实际上，这些英文词汇目前已被全世界的另类投资管理从业者所通用，也包括亚洲的投资者们。

中性市场策略：风险的抵消

对于支持这一方法（中性市场策略或“相对价值策略”）的管理者而言，实施这种管理方法的关键在于建立一种能精确控制其风险，并且与传统低风险市场挂钩的产品。这一类型的管理方法主要有以下几种：

可转换证券套利

这是一种最为保守的技术。简要地说，就是买进一家公司的可转换证券，同时卖空这家公司的股票。通常，那些可转换证券的发行者可以是企业，也可以是交易所。可转换证券有两个优点：第一，这是一种债券，因而具有安全性；第二，这种债券可以按照事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先约定的比例转换成股票。因此当股价上涨时，可转换证券的回报率也会相应上涨。基金经理可以通过这种可转换证券进行套利交易，利用这两种资产的市场波动来获利。

股指期货套利

在套利中，基金经理只涉足股市。为了减少风险度，并获得良好业绩，他通常会采用两种交易行为进行风险对冲：

(1) 购入一揽子股票，同时卖空相应的股指期货；

(2) 抛出一揽子股票，同时买入相应的股指期货。

固定收益套利

在固定收益套利中，基金经理只涉足利率市场，他的投资组合中只包含债券(通常是国库债券，比如美国债券，但也包括其他一些政府和企业的债券)。为了达到收益最大化，在持有债券的同时，基金经理会卖空以持有债券为标的物的衍生品，以此期望从衍生品与债券两者的差价中获利。由于这一类型的标的物(利率)波动幅度非常小，因此基金经理通常会考虑运用杠杆放大收益。

相对价值/套利交易：差价利用

这一技术在于充分利用两种具有相似性的资产之间的微小价格差异，当两者的价格出现差异时，则对其进行套利交易。许多基金经理都在积极利用这种微小差价(例如外汇差价)来达到获利的目的。他们同时还会利用杠杆效应，最终使自己的业绩成倍增长。在市场价格预测方面，基金经理可能会预测价格上涨，也可能会预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测价格下跌，但是他们不会采取高风险手段。他们的最终目的是抵消价格波动（上涨或是下跌）幅度过大而带来的风险。这一策略同样也包含很多倡导"公允价值"的数量化模型。从理论上说，经常采用这种技术能使基金经理从市场微小波动中赚取较大利润。相对价值的买入和卖出区间见图 1。

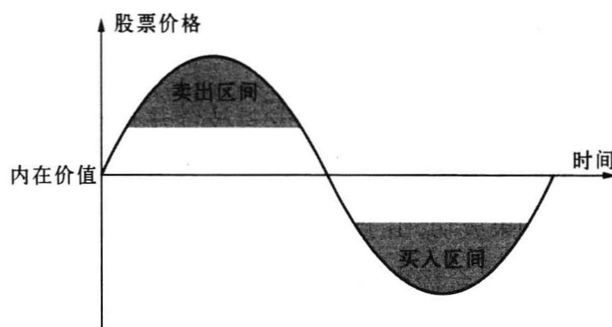


图 1　相对价值的买入和卖出区间

事件驱动型策略：对于意外事件的利用

投资策略的用处，有时候也在于利用一些意外事件及其带来的市场波动而借机获利。与前面的管理策略相比，这种策略面临的市场风险要大得多。因此，它在提高基金潜在收益的同时也增加了基金运作的波动性。常见的"事件驱动型策略"主要有以下两类：

困难公司

基金经理将资金投入那些重组或破产的企业所发行的证券（所谓的"垃圾证券"），他可以选择股票，当然也可以选择债券。值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得我们注意的是，近年来，在传统管理领域也出现了按照上述管理思路来运行的基金，比如高收益债券基金。基金经理通常选择那些传统基金经理不感兴趣的问题企业，并以低价购入这些企业所发行的证券。因为等到这些企业走出困境之后，这些曾经被低估的“垃圾债券”将会被大幅看涨。

在企业兼并收购过程中的套利交易

基金经理购入被兼并（被收购或者被合并）企业的股票，同时将兼并企业的股票抛出。

这一操作如果成功，由于兼并成功后被兼并公司的股价往往会出现大幅上涨，基金经理就可以充分利用杠杆来放大这一事件带来的收益。相反，如果因为经济原因（例如双方无法就某一价格达成协议）、法律原因（例如监管局为了防止垄断而宣布此兼并收购行为无效）或其他方面的原因（例如工会的排斥）造成上述基金操作的失败，那么基金经理的损失将是巨大的。对于兼并套利来说，很重要的一点就是：基金经理如果要利用企业兼并收购之类的突发事件来进行套利交易的话，他们必须要得到官方消息的确认后才能开始投资计划。在官方消息没有公布前，基金经理的任何举动都将被视为非法的内幕交易行为，这一不法行为将会受到立法当局的严厉处治。

这种在企业兼并收购过程中的基金管理策略通常很复杂，因为它涉及金融、税务、法律等很多方面的问题。所以，对冲基金管理机构在制定兼并套利策略的时候，常常会请那些有经验的律师或者法学专家加入它们的工作小组，以使法律风险最小化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一类型的管理方法往往风险度最高，它基本上可以分为以下几种策略：

投机策略

商品交易顾问(CTA)

这一基金管理方式通常用于期货行业。基金经理可以选择在金融市场上投资，也可以选择在非金融市场上投资，例如，商品期货市场。

在实施商品交易顾问这一策略时，基金经理通常会使用两种分析技术：

(1) 双向分析法：基金经理根据“自下而上”分析法(从微观到宏观，例如对某些证券的基础分析)和“自上而下”分析法(从宏观到微观，例如对宏观经济的分析)，自由构建投资组合。通过“自上而下”分析法，基金经理可以给他所管理的基金作个大致定位；而通过“自下而上”分析法，他可以大概了解该基金运作的整体风险。

(2) 系统法：基金管理程序可以通过数据模型来表达，这些模型通过不同的设置标准选定不同的市场参数，最终获得买卖指令。系统法也可以分成两种：趋势跟踪法和随波逐流法。

很自然，每位基金经理都可以将上述种种方法加以组合，从而形成能让自身基金利润最大化的投资策略。此外，信息科技的发展，让我们可以通过那些含有几百个参数的复杂模型，以及那些不带任何感情色彩的曲线图，来大体判断目标市场的走势。现实生活中，那些 CTA 专家主要着眼于外汇、债券以及股指市场的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体策略：经济学家的眼光

顾名思义，这一投资方法主要是通过预判国际经济的宏观变化来获利。它可以分为以下两类：

（1）从国际角度来看：基金经理跟踪并分析全球主要国家和市场的经济变化。他们根据“自下而上”的方法挑选投资证券（行话叫作“挑选绩优股”），并在心仪的国际市场上进行投资。

确切地说，在这种情况下，基金经理是否会选择在某一市场上进行证券投资，很大程度上取决于他对该市场的信心。在同一个市场上，即使这些基金经理会选择某些衍生品（特别是某些衍生品指数），但和其他实行“宏观策略”（我们下面会讲到）的基金经理相比，其投资幅度也一定会小得多。

（2）从新兴地区角度来看：这种基金经理通常会把投资眼光转向那些新兴的金融市场，甚至是某些区域性市场。投资这些尚未成熟的市场意味着将有更多的套利机会，但是这也往往需要更高超的投资技巧。因为这些市场都是不稳定的——也就是说，可能在短时间内就会遭受巨大的波动。随之而来的就是极为猛烈的风暴，例如 1998 年的危机或者 2008 年初中国和印度股市的大幅下跌。

宏观策略：备受争议的策略

毫无疑问，这一类投资策略创造了最著名的对冲基金。这一具有投机性、基于机会主义的投资方法，因为乔治·索罗斯、朱利安·罗伯森和迈克尔·斯坦因哈特这些大人物而名声大噪。这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法的实质在于确定市场形势后立刻进行果断大胆的交易。为了突出这一策略的成效，基金经理们还积极运用杠杆效应和多种衍生品。在这种策略下运行的基金，其操作周期往往为一个月至一年，并且不受法规条文的限制。此外，基金经理们还可以在不受资本负债率限制（自由使用杠杆）的前提下涉足所有市场。



图 2　宏观策略投资家乔治·索罗斯

长短期资产管理

股票的长短期（资产）管理策略早就被那些对冲基金经理所使用，目的在于利用证券价格的看跌来获利。通常，基金经理在市场上借入某一证券，随即将它抛出，并准备在今后以更低价格将这一证券收购。由此我们可以推断，基金经理在上述交易中使用的是“卖空”技术，这种技术可以让基金经理在市价看跌的形势下盈利，当然还有另外一个条件：市场上必须有人愿意将证券借给基金经理。

这种管理技术的叫法也很容易让人理解：“卖空”指的是一种短期投资行为（即短线投资）。反过来说，传统意义上的证券持有指的是一种长期投资行为（长线投资）。

长短期资产管理方法的目的，在于超越传统投资模式，并提供一种新的投资思维。它不仅分析绩优股，也分析所谓的垃圾股，并着眼于市场的稳定性，使得股市参照指数在股价下跌阶段仍能取得超额业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实中，长短期资产管理囊括了很多不同的投资方法。最常用的投资方法有以下四种。

(1) 做多投资策略：基金经理通常会同时使用长期投资策略和短期投资策略，这两种策略至少涉及50%的资产管理。当然，这一过程还可能会运用到杠杆效应。举个最典型的例子，在一个价值100美元的资产组合中，如果30美元用于长期投资，50美元用于短期投资，那么就有80%的资产管理涉及了长短期资产管理策略。这一做法的目的是让那些参照指数在市场稳定的前提下取得超额回报。

(2) 看跌投资策略(或者“抛售”)：在这种情况下，基金经理认为市场走势看跌，但是他只选择投资那些市价被高估的股票。接着，他借入这些股票并将其抛售，等到股价下跌时再将原先那些股票如数收购回来。对于那些传统基金的投资组合，或者那些认为市场走势将下跌的投资者来说，短期投资策略能够起到很好的避险作用。然而，这一策略具有高风险性，因为短期投资需要承担杠杆，错误判断的后果也可能是天文数字般的亏损数字。因此，短期投资策略需要一项极为严格的风险监控体系。

(3) 中性策略：基金经理将其资金平均分配，分别实施短期投资和长期投资，以达到风险抵消的目的。从理论上说，这一策略确实可以大大降低风险，但是仅仅采用分散投资方法的投资组合很难让投资者获利，如何挑选有潜力的证券就成了关键。这一投资策略的目的，在于通过对冲控制市场波动性的同时，通过证券的选择获取绝对收益。

(4) 行业角度策略：基金经理根据他所熟悉的行业或部门进行基金管理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数根据长短期资产管理策略运行的基金都试图聚焦其投资领域，以便让其基金经理最终成为某个行业、某个地区或者某一类资产方面的权威专家。因此，我们经常会看到不同领域的专业基金经理，这些领域往往会根据市场规模的不同（大型、中型或小型），或者根据证券类型的不同（比如“面额股”，其主题通常为资产、负债或增值；或者“增长股”，其主题通常为营业额增长、盈利或市场份额）而进行细分。

私人股权管理：非上市投资

私人股权管理又是另外一种管理策略。如果说在英文中，另类投资管理包括了所有非传统管理策略的话，那么私人股权管理也应在其中。不过，在欧洲，这种管理策略并不多见。由于资金被投入非上市公司中，其资金流动性受到了很大的限制，这种管理策略很少用在多赢对冲基金管理方面。但是，相对较低的流动性也可以让基金业绩不受市场波动性的干扰，因而还是受到了一些投资者的青睐。下面，让我们来分析这一管理策略。

如今有很多企业都通过资本市场来筹集更多资金，不过也有相当一部分企业没有上市。然而，这些未上市企业同样也需要资金来源，用以维持企业的发展。于是，投资者就通过私人股权投资这一方式，来买进、管理和卖出那些未上市企业的资本份额。

私人股权投资技术的运用

在私人股权管理过程中，基金经理并不需要采取什么独特的管理方法。而且，在这一领域，基金经理最好能够把所在的工作小组的一贯做法和他以往取得的经验相结合，那将会促进他的工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效率。

此外，大部分的基金管理专家也确信，任何一种另类投资管理方法都不是凭空创造出来的，而是在实践的基础上不断加以完善总结才得以最终形成。

我们前面提到的种种基金投资策略很少被单独运用在某只基金的运行上，大部分的基金管理在实际操作中往往会结合多重策略。想要系统地认识对冲基金的价值，以及它的发展规律，就有必要根据一定标准对这些管理策略重新作一个分类。

根据投资策略的细分（见图 3）

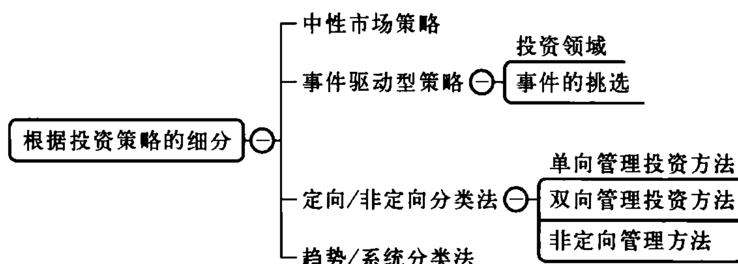


图 3 按照不同的投资策略的对冲基金分类

中性市场策略

如前所述，中性市场策略的建立旨在对市场的系统性风险进行对冲，降低基金的波动性，提高潜在收益。通过中性市场法，管理者推出的基金可以介入不同的资产类别，这主要指的是：

（1）股票；

（2）可转换债券；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 利率产品。

有许多基金同时介入以上三种资产类别，这也催生了那些多策略基金管理技术。

事件驱动型策略

采用这一策略的基金经理热衷于追踪那些造成市场混乱的突发因素。这些突发因素主要是指企业合并、收购、重组或者破产事件。上述任一事件的发生都会引发金融市场的价格动荡，因为不同的市场参与者对这些突发事件的预期是相去甚远的，多头和空头形成强烈对立的时候，股价的大幅波动就在所难免。

当某一位投资者认为两个企业合并能够带来有积极影响的协同作用时，另一位投资者也许会认为这两个企业的经营范围并没有互补性，合并反而会成为双方的累赘。这两位投资者对于同一事件的不同观点，使得他们在资本市场上会作出截然相反的投资决策，并最终导致股价走势的分歧。

采用事件驱动策略的基金，通常大部分都是股票基金，然后是可转换债券基金，最后是那些利率产品基金。

这一投资方法是如何使用的呢？如果某一只基金的运行采用了事件驱动型策略(例如公开出价买进或公开兑换证券等事件)，那么在管理过程中，只有当该事件主角亲自向股市监控当局发布正式公告时，基金经理才可以实施整个投资计划，否则就会因为内幕交易而受到处罚。不过，在开始详细分析这一管理方法前，我们有必要对这些特殊事件作个简要叙述。

一些主要的工业国家，甚至包括一些新兴国家，对一些经济领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域和公共服务部门都或多或少地减轻了管制力度。例如，在欧洲，很多人都知道欧盟当局致力于消除垄断局面，让电信、公共交通、水、电、邮政服务等方面的企业自由落户，开展经营活动。

同时，经济的全球化也吸引着越来越多的企业走向海外进行企业兼并，通过兼并的模式扩大海外市场份额，或巩固自身在其行业内的领导地位。由此出现了很多企业兼并和收购的契机，无论是那些大型工业集团，还是那些中小企业，无论是传统制造行业，还是新经济领域，都被卷入了这一企业兼并收购的热潮之中。

在企业兼并收购事件下进行的股票套利交易，其目的在于利用被收购企业股票的最新标价和潜在收购企业正式公布的标价间的差异，并以此获利。出现这种标价差异的原因是多样的：

——对于该事件持续时间长度的不确定性；

——对于该事件进展的不确定性；

——红利（如果有的话）的支付；

——卖空收购企业的股票所面临的困难；

——由于种种原因产生的、会导致事件失败的风险因素，这些原因包括：法律上的问题（例如公司形式的缺陷）、规章条例方面的问题（例如兼并之后将会出现垄断局面）、政治方面的问题（例如跨国兼并将可能导致经济殖民）、被兼并企业的抵制策略，以及与被兼并企业联系紧密的新参与者的出现（行话叫作“白马骑士”）。

简要地说，股票套利基金经理在面对特殊事件时，可以采取如下策略：

——公开兑换证券：购入被并购企业的股票，抛售发起并购企业的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——公开出价买进：购入被兼并企业的股票。

在以上两种情况下，基金经理采取的投资策略都可以不受股票和利率市场的波动干扰，投资的收益纯粹来自上市公司股票价格和上市公司被并购价格之间的差异。

这种股票套利交易的高度复杂性和不确定性，决定了其管理过程的严格。我们接下来进行的对于管理阶段的分析也会证明这一点。

投资领域

投资领域在这里主要包括欧美的所有股市，同时也包括亚洲那些企业兼并收购现象普遍的国家。投资小组实行每日值班制，以尽快了解那些潜在的或已经证实的企业兼并收购消息。这方面的信息来源是很多的：财经媒体、Bloomberg 查询工具、汤姆森财经、网站、人际网络以及外部调查等。

这些企业兼并收购操作的数量取决于市场条件（例如，价格稳定）和金融条件（例如，贷款利息不高）。

事件的挑选

毫无疑问，在那些已被证实的收购或兼并事件中，投资小组应当选择那些可以为自己带来可观利润的企业。这一挑选可以参考以下几个标准：

——公司市值规模：这一公司市值规模应该足够大，通常至少在 10 亿欧元以上。

——股票的流动性：股票的每日成交量应该足够大。

——产业逻辑：所有企业兼并收购事件，在被公布前都经过了有关专家的深入研究，以分析被收购企业和收购企业的产业相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

似性所带来的利弊。

——交易类型：被兼并企业的态度是合作的还是恶意的，兼并事件主角的意图是否健康，将对整个事件的成败起到决定性作用。

——法律分析：通常情况下，我们在投资管理小组内还能见到律师的身影。他们负责列出行政与规章制度方面的基本点，以使兼并行为在特定的法律环境下得以顺利进行。

——信息的透明度：信息透明度的提高，将有助于投资者准确预测企业兼并事件的进展。

在根据以上标准进行一系列的筛选之后，通常基金经理会最后选定20—60个企业兼并收购事件，用于自己的投资策略。

投资策略的交易流程

在选定了有关事件后，基金经理接下来就要为每一个事件设定相应的投资策略和套利交易程序。在大量的相关信息面前，内部设计的数据模型将是当前对冲基金必不可少的工具，这些模型可以统计出驱动事件的成功概率和潜在风险，并综合风险与收益估计出预期的投资回报。

根据基金投资组合的特性（预期收益、不稳定因素的干扰等），投资小组应该随着事件的发展定期实行一些调整措施。这样，某一个不成功的事件就可以被及时删除，并被代之以刚刚公布的另一桩新事件，等等。

另外，管理过程中所运用的数据模型应当帮助基金经理分散投资其资产组合。这一点体现在以下几方面：

——地理因素：被采纳的事件应当发生在不同的股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——行业因素：这些事件应该涉及不同行业的企业。

——外汇因素：即使基金经理一般都使用外汇风险规避工具，他们还是应当选择涉及不同货币的事件，以避免单一货币运行所带来的高风险。

——交易种类：被兼并企业的友好或者敌对的态度，将直接导致基金经理认为有必要采取不同的投资策略。其投资组合也应当同时考虑到上述两类态度的影响。

——成功概率：如果说某些企业兼并事件进展顺利、结果让人可以放心，那么另一些兼并事件则充满了不确定性和复杂性。由上述事件成功概率所决定的投资回报是个可变值，应该结合每一个基金来衡量。

——事件演变方向：对冲基金应该将事件成功条件下的投资策略和事件失败条件下的投资策略融合起来，在两种情况下都能进行套利。

——事件规模：从传统意义上说，那些基于中小企业的兼并成功率更高，因为它们所受的制度和经济约束更少，针对这些兼并的套利波动也更小。

当基金经理考虑了上述因素之后，他就可以根据预期收益和既定风险程度各自的比重，综合配置投资组合。

欧洲的基金管理机构已经开始运用上述管理程序，当然各家金融机构都有自己的特点，在管理细节上也不尽相同。在这一程序下运行的基金通常都有很远大的目标，比如：

——年回报率在 10%—20%之间；

——波动系数控制在 8%—13%之间（这一数值为股票波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系数的一半)；

——基金对市场波动的敏感度系数(β相关系数)小于25%。

正如我们前面提到的，绝大多数运用另类投资管理方法的基金运行都牵涉到好几种管理技术。除了上述分类，我们同样还应该介绍另一种分类方法——定向分类法。

定向/非定向分类法

尽管基金投资需要融合许多种方法，然而那些专家认为，我们还是可以通过对冲基金对于市场走向的运用来理解他们的差异。我们可以列出以下三种基于市场方向的分类：

单向投资方法

基金经理通常会根据某一些评估参数来预测股市走向是看涨还是看跌。因此，他所管理的基金也会受到这一市场预测走向的影响。

在股市看涨的情况下，基金经理采用最多的方法无疑是“单向价值建仓”。也就是说，根据个股质量来建构投资组合，而不考虑个股在整个市场上的比重。说得夸张点，就是建仓者首先考虑的是个股质量的好坏，而不是整个股市的形势。通常，基金经理会选择那些有形证券，即以股票和债券为主。然后，根据其风险策略的不同，他会将投资组合资产的0—150%投入资本市场。同样，这种单向管理方法会考虑特殊事件的应用(“事件驱动型策略”)，例如企业合并与收购、企业重组等。

在股市看跌的情况下，基金经理的投资方法就会着眼于利用股价长期内将下跌或短期内将得到纠正等这些走势获利。这种方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法使用较少，而且它也不是最受推崇的，因为当股市看涨时，基金经理可以立刻背道而驰，采取相反的策略。

双向投资方法

顾名思义，这种双向投资方法是从两个方向（看涨或者看跌）同时跟随市场走势，并且运用杠杆放大其效应。这种方法主要可以分为以下几类：

(1) 宏观策略：采用这一方法的基金经理会同时预测资本市场的两个走势，并且通过在有组织的市场上投资衍生品来放大这两种走势的效应。整体宏观法是目前最具有投机性的投资方法之一，它可以被用于那些传统的投资标的（例如，股票、债券等），也可以被用于商品期货和外汇等其他投资标的。我们也许仍然还记得1992年发生在乔治·索罗斯和英国当局之间关于英镑交易的对峙。

(2) 短线交易策略：这是一系列的短线交易操作行为的总称（这也是其名字的由来）。基金经理通过这些操作，可以同时预测市场看涨和看跌两种走势，并从中获利。

(3) 趋势跟随策略：赞成这一方法的基金经理往往是期货交易的推崇者。他们主要着眼于资金流动性强的投资市场，根据事先预测的风险程度，通过不同的杠杆率放大市场双向走势（看涨和看跌）的效应。

非定向管理方法

这一类的管理方法并不看重市场走向，甚至可以说它们旨在通过对冲独立于市场的波动，因为它们通过市场弱有效性（通过观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察市场以及证券价格获知)来发掘套利机会。在这一类的管理方法中，最受另类投资管理者青睐的有以下两种：

(1) 中性市场策略：对不同证券和市场指数的定向追踪，往往可以让基金经理及时发现市场上的估值不合理的现象。这种套利技术让基金经理可以利用同一证券在两个不同市场的标价差异获取利润。概括地说，就是做空估值过高的证券，同时买入估值过低的证券。有时候，通过可议价期权这种投资工具的杠杆效应，可以使原本十分微小的标价差异被放大。

(2) 相对价值策略：这是另一种股票套利技术。基金经理通过所谓的相对价值，充分利用股票在某些意外事件下产生的过度反应。这些意外事件包括小股东的收购、股份的减少、股价持续下跌等。同时，这种相对价值也可以用于同行业的企业股票、同走势利率债券、同一企业发行的股票和可转换债券等。

简要地说，对于这些意外事件的利用，基金经理的目的在于进行非常规股票交易，使股价与大盘保持低相关性。这一切操作的结果，无论是获利还是损失，都将通过杠杆效应被放大。

趋势/系统分类法

如前所述，另类投资管理有四个显著特征：

(1) 力求绝对利益；

(2) 力求与传统金融市场波动无相关性的回报利率；

(3) 力求风险规避；

(4) 力求渗透所有的金融工具和金融市场。

在传统管理模式下，上述四个显著特征都是无法成立的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何进行多赢对冲基金管理

鉴于对冲基金投资模式与功能的多样性，以及不同基金在收益方面的离散性，对冲多赢对冲基金（多赢对冲基金）才得以问世。这类基金的诞生使基金管理者在充分利用对冲基金投资模式的同时，还使投资组合的整体风险得以降低，这两大优点的结合使得多赢对冲基金被认为是另类投资管理的最佳手段之一。

不同对冲基金收益的差异性

另类投资管理并不仅仅在于一种或几种投资策略的选择。事实上，即使采用了同样的管理策略，不同的对冲基金所取得的收益也是大不相同的。

一些投资者已经充分认识到了这点。根据金融市场监管局（AMF）提供的数字，截至 2008 年 3 月 31 日，动产金融投资共同基金会（OPCVM）已经推出的对冲基金产品为 374 种，涉及的资产总价值达 363 亿欧元，其中有 145 种对冲基金是以委托管理的形式进行运作的。在金融市场整体低迷的局势下，对冲基金的规模增长率在 2007 年 3 月到 2008 年 3 月间仍然高达 10.33%。与同期动产金融投资共同基金整体规模递减 7.30%相比，这一增长率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更是难得。然而,多赢对冲基金管理并不仅仅在于选择一定数量的对冲基金以创建多赢对冲基金。有别于传统管理模式的有章可循,多赢对冲基金管理则更加注重对冲基金的挑选和有机组合。这是因为:一方面,每一只对冲基金的业绩及使用的管理策略都是不同的;另一方面,对于欧洲的投资者来说,他们采用的对冲基金管理策略还要受到监管局的有关条文限制。

立法规范

在欧盟国家中,多赢对冲基金管理必须要遵循立法规范。从2003年4月3日起,选择认购多赢对冲基金的投资者,同样也可以受到传统基金管理规范条约的保护。下面是股市交易委员会(现已更名为金融市场监管局)的相关规定:

> 那些以追求独立于市场指数涨跌的绝对收益为目标的基金管理策略,在投资偏好保守的欧洲历来都不被看好。这些管理策略所涉及的基金规模不大,目前来看,其产品的推广力度也有限。然而,在目前整体市场普遍低迷的时候,多赢对冲基金产品却随着对冲基金在全球资产管理界的流行而迅速发展。这些多赢对冲基金管理技术在今天被统称为"另类投资管理"。然而,究竟什么是"另类投资管理",在这点上一直没有国际公认的精确定义,因此它的内涵是相当复杂的。
>
> 如今,在欧洲,另类投资管理涉及的主要产品当属对冲多赢对冲基金(即欧洲动产金融投资共同基金投资的外围离岸基金或者一些特殊的基金,例如期货市场共同基金(FCIMT)等)。这就需要一个特定的立法体系,来规范这些已在欧洲运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行十多年的多赢对冲基金产品。

事实上，管理公司在运用复杂的技术进行基金挑选时，往往会要求进行尽职调查，而这些尽职调查大多是根据具体情况（在委托管理或者动产金融投资共同基金管理的情况下）特别推出的。此外，管理公司还要通过商业计划和合适的信息渠道，来吸引更多的投资者或资金委托人关注它们的基金产品及管理策略的特色。投资者或资金委托人应当得到足够的信息（通过基金介绍手册、管理委托书及其他一切促销文书）来了解该基金投资项目及其包含的特殊风险，从而充分认识管理公司所推荐的该基金产品。

经过与该行业专家几个月的商议，本委员会刚刚通过以下决议，旨在促进该行业的良性发展，并对其操作实施立法规范。有关法则如下：

（1）经营动产金融投资共同基金管理或者另类动产金融投资共同基金委托管理的管理机构，必须及时更新其操作程序。

（2）对冲基金投资份额小于10%的动产金融投资共同基金会，必须及时更新其信息手册（如是管理公司，则必须及时更新其操作程序）。

（3）对冲基金投资份额大于10%的动产金融投资共同基金会，也必须及时更新其信息手册（如是管理公司，则必须及时更新其操作程序以及商业计划大纲）。

这一条文批准了有关对冲基金投资产品的商业推广，不过，基金管理公司必须具备相关的另类投资管理经营特许条例。对于监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管机构而言，首先它要核实那些推出此类投资产品的基金公司是否具备相应的经营管理水平和能力。

然而，监管机构应当更加注重对个人储户利益的维护，以防他们过于轻信那些基金管理机构的说辞，从而认定另类投资管理一定能让基金收益不受金融市场波动的干扰。正因为如此，现在那些基金管理机构在推出另类投资产品的同时，还要为投资者提供另类投资管理风险的监控服务。同时，它们还设定了一万欧元的最低投资额。关于这一最低投资额，有些投资者认为它所起到的作用很有限。

不过，对于立法机构来说，这一万欧元恰好等同于 10%的投资组合资产价值。因此，前面说到的那些对冲多赢对冲基金，主要还是面向那些资产价值达到 10 万欧元以上的投资者。

这一条例自颁布以来，经历了数次修改，金融市场监管局于 2008 年 3 月底公布了如下的意见综述。

有关欧洲多赢对冲基金的立法及其修改法案的评估报告的总体意见综述

由金融市场监管会成员菲利普·阿德玛尔先生领导的工作小组所作的《有关欧洲多赢对冲基金的立法及其修改法案的评估报告》，已于 2007 年 9 月 18 日到 11 月 19 日期间被审阅。

现已有以下三位参与者给出了若干意见：

——一家投资组合管理公司；

——一家职业联合会；

——金融市场监管局属下的“储户”咨询委员会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从总体上看,相关专家和广大储户都对这篇报告给予了肯定。他们对咨询委员会提交的该报告的质量表示赞赏,并赞同该报告“通过保护储户利益来加强基金管理体制的竞争力,以及进一步明确投资管理公司具体责任”的目标。参与者们的意见综合起来有以下几点:

第一,废除金融市场监管局普通章程第 411 条 34 款中有关载体基金挑选的 13 条双重标准,代之以 4 条与司法章程要点、基金运行模式、载体基金组织等相关联的总体挑选标准。这一建议已经引起与会专家们的关注。

然而,有一位参与者已经明确表示不同意该报告提出的一项观点,即应该为基金管理公司的尽职调查方面出台行为准则,以用于基金的挑选和经营。该参与者认为,在尽职调查方面,已经有相关的职业准则存在,而且这些职业准则都是根据国际标准制定的。与此同时,广大储户对那些取代原先 13 条双重标准的 4 条总体挑选标准一直持谨慎态度,他们尤其不确定这一做法在明确投资管理公司具体职责和投资者风险方面究竟会有什么影响。

因此,这些储户将会极大关注按照这 4 个新标准建立的尽职调查准则,以及按照这些规范准则所挑选的基金的种种不足之处。

第二,那些以动产金融投资共同基金名义进行投资的基金管理公司,在尽职调查方面要求做到清晰化和规范化。在这一点上,所有的参与者都同意以基础立法和基金操作程序为标准来设立基金管理公司的尽职调查准则。而某些专家则认为,如果尽职调查准则方面的立法过于刻板,将会影响到基金管理公司运营的灵活性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另有一位参与者提出，要做到尽职调查准则的清晰化和规范化，那些基金管理公司在组织管理方面必须要享有一定的自主权。由此，这位参与者对报告提出的尽职调查准则表示质疑，他担心如此一来，那些基金管理公司势必要依赖一些外部顾问的帮助，这就会使动产金融投资共同基金的运营成本提高，最终会影响其收益。

此外，广大储户希望通过必要的监控，来核实基金管理公司的尽职调查程序，并能够直接和职业基金管理者对话。同时，这些储户重申，他们将十分关注基金管理公司在尽职调查程序中出现的瑕疵和不足。

立法意见的实施

对于参与者提出的上述两个意见，金融市场监管局建议修改或者有条件地采纳其普通章程（特别是该章程第 411 条 34 款和第 313 条 54 款），及其编号为 2005－02 和 2006－02 的两条指令，这一做法的目的在于用立法保障体系、尽职调查流程和业已存在的行业准则，克服以往 13 条基金挑选标准过分简化的弊病。

该意见重申了资金受托人和财务稽核员的监控行为实质：这一意见没有引起异议。

然而，一位参与者在表示赞成的同时，还主张立法机构详细列出资金受托人和财务稽核员对基金管理公司尽职调查程序实施监控的范围和权限，以避免两者在履行职能的过程中可能出现的误解和重复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见实施：监控措施的实施原则

金融市场监管局近期将在其月刊发表专文，详细解释这些监控措施的实施原则。

有关批准对冲多赢对冲基金的基金意见（在满足经营透明度和具备利益冲突预防措施的条件下）：该意见得到了职业专家们的认可，但广大储户却对此表示沉默。一位资深专家认为，这一措施不仅有利于基金管理公司的产品结构合理化，而且也有利于投资者的分散投资策略。

此外，为了防止出现众多的费用，资深专家们还建议把佣金制度局限在二到三个等级（行政费用除外），以使佣金制度的实行仅限于上头基金（该基金将被用于零费用类的中间另类动产金融投资共同基金）和中间另类动产金融投资共同基金（其用于上头基金投资的部分将被免除一切费用）之中。

另外，资深专家们还认为，该意见提出的第三个设想，即载体对冲多赢对冲基金应该是那些受金融市场监管局和相关欧洲法律管辖的基金，或者是那些经批准在欧洲市场上推广的外国基金，上述这些基金如果在市场上得以运作，将会限制对冲多赢对冲基金的基金的实行。但是，那些储户们却表示赞成这一设想，并且认为它在基金管理过程中必不可少。

最后，一位资深专家指出，在中间基金为对冲基金中的动产金融投资共同基金时，对于这一“立体基金”的管理需要更灵活的风险分散准则与之相配套，从而使得该“立体基金”能够被用于同时投资两只以上的中间另类动产金融投资共同基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见实施：设立对冲多赢对冲基金

在欧盟的法律基础上设立的对冲多赢对冲基金，是根据相关法令的颁布而推出的。

关于在一定条件下设立认购门槛的意见：这条意见得到了资深专家的高度认同，并且也为广大储户所接受。储户们表示，设立认购门槛能避免投资者在现金危机的时候进行资产抛售，不过这一措施的有效实行需要两个条件：

(1) 投资者在基金认购的时候必须掌握全方位的信息，交易双方必须签署书面协议；

(2) 在基金经理无法达到协议中所规定的资产流动性要求时，必须受到相应的处罚。

必须指出的是，关于第一个条件，该报告认为动产金融投资共同基金 ARIA3 的说明文件中应当详细说明其认购门槛的设立，以便广大投资者能够及时了解该基金的认购条件和它的运行起始日。另外，还有一位参与者建议，如果设立基金认购门槛这一措施得以实施的话，那么最好不要仅仅局限于动产金融投资共同基金 ARIA3，而是应该将它扩展到所有另类投资管理领域。在相关法律的基础上设立的认购门槛，直接受有关法规的制约，并且要得到有关当局的批准。

有关重申载体基金分散化投资原则的意见：广大储户对这一分散化投资的原理表示怀疑，他们认为在某些情况下，将资金分散投资于十几只载体基金还是不够的。但是，参与审阅的资深专家们对这一意见并没有表示异议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见实施：信息披露与透明度

该意见已经通过2007年8月10日下达的2007－1206号法令予以实施。

关于与传统多赢对冲基金运行相符的收费制度透明化要求的意见：所有参加审阅的参与者对这一要求都表示赞同。然而，储户们却认为那些基金宣传册很少详细列出所有的费用，其中包括那些普通性质的动产金融投资共同基金中的共同基金（即非另类投资性质的）。同时，那些资深专家对其中的一项"载体对冲基金费用透明化"表示反对，认为这一透明化：

（1）将会导致有关计算方法上的误差；

（2）将会在信息方面误导投资者，使他们只关注投资净业绩。

意见实施：管理费用

该意见是基于现状而提出的。事实上，根据目前的法规，在动产金融投资共同基金宣传简册的第二部分中，不仅列出了动产金融投资共同基金中的共同基金的管理费用，还列出了载体基金管理的总体费用。金融市场监管局采纳了报告提出的这一意见，表示将在欧洲动产金融投资共同基金配套宣传册改革这一背景下，研究如何让这些费用诠释信息变得更清晰易懂。

有关更好地诠释对冲基金中的动产金融投资共同基金的特性的意见：该意见没有引起参加审阅的参与者们的异议。然而，有一位参与者提出对目前所谓的"对冲基金中的动产金融投资共同基金"这一说法应加以区分和澄清，因为动产金融投资共同基金所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涉及的资产及其风险程度是多样化的，而且还需要不同的管理技术与之相配套。

意见实施：最低投资门槛

金融市场监管局将会在欧洲动产金融投资共同基金配套宣传册改革这一背景下，研究如何更有效地宣传动产金融投资共同基金 ARIA3 的特性。金融市场监管局还会在一定期限内就上述话题发表建议性文章，重申有关基本条例的实施。金融市场监管局还提出，如果动产金融投资共同基金管理策略不够多样化，那么就必须在相关的多赢对冲基金宣传册中加以说明。至于某位资深专家提出的修改“对冲基金中的动产金融投资共同基金”的分类这一建议，究竟这种分类应该遵照商业操作规则还是金融市场监管局的立法规范，有关这一议题还有待工作组的商榷。这一点将会在以后的有关商业分类法的探讨中再次提及。

有关在动产金融投资共同基金 ARIA3 资金额无限制的前提下仍保持对低资金投资者一万欧元最低投资门槛的意见：资深专家们提议废除这一最低投资门槛，因为它：

(1) 会增加投资者对于该对冲基金中的动产金融投资共同基金风险度的疑虑；

(2) 会破坏个人投资者的投资组合多样化，如果该投资者没有足够资金的话；

(3) 在面对那些不需要投资门槛的类似基金产品时，会造成管理机构之间不必要的竞争。

不过，广大的储户却赞成维持这一最低投资门槛。然而，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也同时注意到其他形式的门槛(比如按照资产投入的份额等),即使其他这些门槛实施起来也会有一定的难度。

金融市场监管局并不准备改变这一最低投资门槛,其中主要的原因在于以下几个方面:

(1) 对于低资金投资者而言,想要准确估计动产金融投资共同基金 ARIA3 的风险/回报率比可能会很难;

(2) 在某些立法准则有所松动的前提下,维持一个最低投资门槛也是合情合理的;

(3) 这一万欧元最低投资门槛并没有阻碍多赢对冲基金在欧洲的发展;

(4) 与美国相比,这一投资门槛的高度也只能算中等。

该报告中的其他意见,并没有引起参加审阅的参与者们的异议。

另外需要说明的是,2008 年 3 月 30 日的官方报纸已经刊登了金融市场监管局普通章程修订版(第 313 条 54 款和第 411 条 34 款)的通过法令。关于实施报告意见的 2005 - 02 号(第 29 条)和 2006 - 02 号(附录 1 和另类投资间接管理特别操作程序类型图)指令也即将被公布。

关于参与者们提出的其他议题:资深专家们在给予审阅意见的同时,还为某些立法在实施过程中的灵活性作出辩护。不过,这一点并不列入报告意见。

同时,参与者们还提出就以下议题进行定期讨论:委托管理的条件、某些动产金融投资共同基金的商业和立法分类(例如,多样化动产金融投资共同基金等),以及有关多赢对冲基金的不同体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制(例如,是否相配套等)。

多赢对冲基金管理的特性

从理论上看,另类资产管理和多赢对冲基金这两者似乎是相辅相成的。这是因为:

首先,多赢对冲基金可以让投资者接触不同的另类投资工具,在具备避险措施的前提下充分利用各种投资产品,建立统一、系统、专业的投资体系,并通过各种风险管理手段达到预期的风险—回报最佳系数比。

其次,考虑到多赢对冲基金的分量和集中度,投资者通常还有机会认购到那些业已封闭的优秀对冲基金。此外,多赢对冲基金通常由那些专门的基金管理机构来经营,借助这些专业机构的经验和专长,投资者可以更加清晰地了解到其资金的投资策略、潜在风险和预期收益。

在这些专业金融机构运行多赢对冲基金时,它们通常具备专业的方法来辨别那些应当引起关注的对冲基金。事实上,即便监管当局还无法对运营中的对冲基金进行分门别类的统计管理,多赢对冲基金管理者却有必要率先建立科学的数据库用于作出决策。为此,管理者们要积累人脉,实地考察基金管理机构,捕捉相关基金经理及其运行的基金的重要信息,且更需要对所有的参数进行适当更新。

多赢对冲基金还能让个人投资者在成本适中的前提下认购经过筛选的对冲基金。此外,和传统的基金管理者相比,多赢对冲基金管理者具备的管理技术更加丰富,所使用的策略也更为广泛。通常,多赢对冲基金管理者可以通过某一行业或市场的财经现状下的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产配置情况，充分利用他们的基金数据库来构建有效的投资组合。面对股市周期和种种预测，管理工作组通常偏重于“相对价值策略”和“事件驱动型策略”，而摒弃宏观整体策略或者股票基金策略。

对冲基金管理行业的高度集中化

有关数据显示，全世界大约有一万只对冲基金。然而，在这些对冲基金中，只有10%—15%能够真正吸引那些多赢对冲基金管理者。另外，我们还注意到这些基金所处的地理位置（主要是纽约和伦敦）和所涉及资产价值的集中度。前30家最大的对冲基金管理机构（基金规模在100亿—400亿美元之间）属下的基金规模约占全世界对冲基金规模的三分之一。那些最重要的对冲基金或者基金管理机构大多已经上市。

根据多赢对冲基金投资小组所作的预测，以及针对对冲基金所作的尽职调查（例如，在波动率小于3的前提下力求达到4%—6%的回报率），多赢对冲基金投资小组可以充分借鉴另类投资基金的管理经验，来构建并发展自己的投资组合。

就整体而言，多赢对冲基金管理者应该判断宏观经济形势，再将资金配置到与此形势相匹配的对冲基金中。具体地说，就是要仔细发掘本书前面章节所提到的那十多种投资策略，将其因地制宜、因势利导地应用在资产配置上。但是，对于多赢对冲基金管理者来说，仅仅把具有相似策略的对冲基金归为一类还是不够的。在长短期资产管理中，有一些对冲基金采用的是循规蹈矩的谨慎策略，而另一些对冲基金则大胆采用了机会主义策略和杠杆工具。因此，充分认识对冲基金在管理人、策略工具、经验上的差异性，对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于多赢对冲基金管理者而言极为重要。那么,如何做到这一点呢?

多赢对冲基金：投资多样化原理

我们也许已经明白,所谓对冲多赢对冲基金,就是把某一基金名下的资金投入对冲基金,而不是企业发行的证券(股票、债券等)。

根据多赢对冲基金管理目标的不同,多赢对冲基金的管理者们也必须要遵守相应的资产配置规则。

(1) 决定投资组合中的基金数量：多赢对冲基金管理者根据不同的策略,可以将资金分散投资到大量基金中(例如 50 多只基金),也可以集中投资十几只基金。随着载体基金数量的成倍增加,每只载体基金的风险系数(例如业绩下滑、基金破产等风险)也会相应地成倍缩小。

(2) 资产配置策略：除了那些构成投资组合的载体基金,多赢对冲基金管理者还可以在特殊的市场环境下更有针对性地选择基金。多赢对冲基金在传统多策略管理领域显然更有意义,因为该基金中的所有载体基金都要受到相关法规的制约,因而不能随意选择其投资策略。在另类投资管理行业,对冲基金经理常常会根据市场的良性走势来调整自己的管理策略,只有真正深谋远虑的基金经理才会看重战略性资产配置的重要性。

多赢对冲基金运行需要管理者每时每刻进行监控,包括：载体对冲基金的挑选与确定、载体对冲基金之间的整合、载体对冲基金所采用的策略与市场预测是否相符等。多策略基金投资小组从两方面来进行资金的管理：买进(辨认有获益可能的对冲基金)、卖出(业绩没有达标的对冲基金,或者在当前市场背景下管理策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失效的对冲基金)。

投资策略的发展

另类投资管理的机构化显然也会影响那些另类投资管理策略。从历史角度看，如果说长短期资产管理是第一个被运用于另类投资管理领域的策略的话，那么另类投资管理领域到后来能够广受关注，主要还应归功于那些采用宏观整体策略的基金。然而近几年来，这些采用宏观整体策略的基金大势已去，取而代之的是那些更容易与最新投资组合构建标准相协调的基金策略，即事件驱动型策略(用于资本与股票市场操作)和长短期资产管理策略。旨在给基金投资小组充分发挥余地的宏观整体策略在全部基金管理策略中的比重，已从 20 世纪 90 年代初的 50%下降到目前的 10%左右。

然而，五年前几乎不存在的多赢对冲基金管理策略，在全部基金管理策略中的比重目前已经超过了 10%。

基金挑选工具和方法(见图 1)

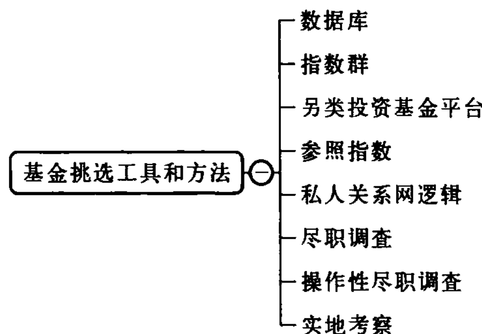


图 1　挑选优质对冲基金的工具和方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据库

这些数据库包括瑞士信贷特雷蒙、利普达斯、对冲基金研究所、对冲基金智囊团等，所涉及的对冲基金数量从几百种到上千种不等。这些第三方“调查机构”负责获取有关对冲基金的各种信息：所实行的管理策略、人力资源、基金业绩史、基金所涉及的资产、每月最大亏损额、波动幅度等。

指数群

那些用户登录后即可查询的数据库，可以提供有关目标投资载体的一系列数据，从而帮助基金管理者在 1 万只对冲基金中作出选择。

在登录数据库之后，多赢对冲基金管理者可以得到一系列经过筛选的信息。当然，仅仅通过数据库，还不足以指导多赢对冲基金管理者顺利运行对冲多赢对冲基金。实际上，这些数据库在精确性和完整性上也存在不少局限性。

首先，这些数据库只登记那些正在募集资金的对冲基金，然而这些基金的回报率往往并不理想，因为总是有大笔资金想要进入业绩理想的对冲基金。其次，所有的数据只反映某一个特定时刻的基金状况。我们知道，即使有些基金的以往业绩很突出，但这一切无法保证该基金的未来业绩也一定理想。此外，对于许多对冲基金经理而言，为了保护他们的策略，他们拒绝把所管理基金的运行情况都记录在数据库中，因此，多赢对冲基金管理者大可以只在私下里向那些沉默的管理专家讨教。最后，这些数据库都有其局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限性：它们只能够提供定量分析的平台，而无法提供定性分析的材料。

另类投资基金平台

另类投资基金平台近几年在欧洲发展迅速，它是一种能够帮助投资者间接认购另类投资载体的投资产品。在欧洲，这一平台服务最完善的投资机构主要有 Lyxor（隶属于法国兴业集团，拥有超过 170 种的平台体系）和 Ixis。

这种基金平台并不涉及严格意义上的对冲基金产品，而是着眼于基金账户的管理。总体而言，基金平台每天要向对冲基金经理通报其交易头寸情况，并且每天或者每周将资金流动情况反馈给该基金经理。

参照指数

从定义上看，力求绝对收益的另类投资管理是可以独立于任何指数的。然而，为了更有效地分析另类投资产业，并方便投资者筛选对冲基金，一些研究投资基金的专业机构还是选择了采用某些参照指数。

目前，这些参照指数可以分成好几类，其中最常用的有：瑞士信贷特里蒙指数、MSCI 对冲投资指数以及标普指数。2008 年年初，美国基金走势分析专家晨星公司宣布将推出一系列新的参照指数，以更好地描述另类投资产品市场的走势。这方面的最新消息还有：2008 年 5 月，Lyxor 资产管理公司宣布推行 16 个全新的对冲基金指数。在这 16 个新指数中，有 1 个是整体性指数（根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另类投资管理项目的整体策略得出），还有4个指数用于衡量单一的另类投资管理策略。此外，其他的一些指数被称为“可投资性指数”，因为它们在某些情况下可以用于衡量某些投资产品（例如“追踪指数”）。

同样，位于里尔和尼斯的高等商学院（EDHEC）研究中心近几年来也推出了一组用于对冲基金管理策略的参照指数（见表1）。这些指数的特性在于：从结构上来看，它们属于指数中的指数。

表1 主要参照指数概况

对冲基金指数	包含策略指数的数量	设立年份	计算方法
对冲基金研究所指数	37	1994	平均
标准普尔对冲基金指数	10	2002	平均
MSCI 对冲基金指数	4	2002	加权平均
道-琼斯对冲基金指数	5	2003	加权平均
瑞信特雷蒙指数	14	1999	加权平均

这些指数对于那些单一的对冲基金经理并不重要。一方面，他们认为这些指数并不能代表对冲基金管理行业，因为数据库中本身就没有一些优秀对冲基金的数据；另一方面，这些指数本身就存在很多局限性，仅仅通过简单的指数不能真正帮助多赢对冲基金管理者选择到优秀的对冲基金。相反，这些指数却具有某些商业价值，因为另类投资产品销售机构可以将其产品业绩与某一个参照指数作对比。这一对比程序在传统管理模式中很常见，它可以有效地说服投资者（尤其是那些个人投资者）选择优于平均指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资产品。

私人关系网逻辑

由于另类投资领域还没有建立标准规范，因而另类投资管理者无法直接搬用传统管理者常用的方法与工具。所以，传统多策略基金管理先定量后定性的模式，在另类投资身上是水土不服的。

因此，与那些可变资本公司基金、共同管理基金及其他互助基金相比，对冲基金领域中更常见的是那些私募基金，其资金来源往往是一两家大型的金融机构。有时，一些好的对冲基金往往不为人所关注，因此好的多策略对冲基金的经理人（甚至是那些业绩稳定的基金经理）在掌握外部信息的同时，也需要有自己的私人关系网。这些私人信息的来源可以是多样化的：服务经纪商、评估人（他始终关注基金价值的变化）、投资者、投资银行交易主管（例如某位交易主管可能会私下透露这么一个消息：他原先有一位老同事，后来离开银行去加入或者创建了一个对冲基金，最后经营失败……），甚至可以是另一位对冲多策略对冲基金的经理。

拥有一个信息中转站是很有用的。如果有一位资深交易员离开了一家投资银行，然后以自己的名义创立了一只对冲基金，那么该交易员离职的消息将会吸引首批投资者的到来，然后这些投资者就可以在基金经理（即以前的交易员）宣布因基金规模达标从而结束募集资金之前认购基金份额。

另外，这一信息中转站还能帮助辨认那些投资策略独特的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金经理。这些及时的信息能够再次帮助多策略基金管理者展开深入的调查研究。这个调查研究,我们称之为尽职调查的诞生。

尽职调查

这一规范程序旨在全面了解对冲基金管理的结构。确切地说,这是一张调查问卷,它包含的问题涉及组织结构(人力、物资、信息系统等)、管理小组成员(每个成员的学历、以往工作经历、在另类投资管理行业的工作年限等)、投资载体(系数群等)……有时,这张问卷的篇幅可达五页以上。

这项尽职调查还可以涉及基金经理本人的个人特性,例如,他的道德品质、工作激情和以往经历等。

以下是几个主要的考察点:

(1) 市场投资策略、市场关联性、α 系数、β 系数、夏普比率等;

(2) 与参照领域的比较;

(3) 基金以往回报率的分析;

(4) 管理风险剖析:集中化、杠杆效应、压力测试等;

(5) 审计报告的核实;

(6) 基金经理背景审核:学业、职业经验等。

操作性尽职调查

如果一个投资小组有意想把某只基金纳入一个投资组合体系,那么就需要衡量该基金管理公司的规范程度。这时候就要运用尽职调查来审查一些要点:基金经理是否有过经济犯罪的前科? 信息系统,尤其是那些风险监测信息系统,能否得到及时更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新？信息数据的保护程序有哪些？交易指令的发出是否通过谈判桌？投资小组和服务经纪商之间是否有利害冲突？总之，有许多突出的问题都需要仔细严密的调查。

实地考察

证券挑选专家常常会认为进入上市公司调研、与上市公司领导会面是很有必要的。同样的道理，多赢对冲基金的投资小组和某个对冲基金投资小组间的会面也具有重要的意义。首先，通过会面，多赢对冲基金投资小组可以核实对冲基金经理在尽职调查中所提供的信息是否准确；其次，多赢对冲基金投资小组可以更好地了解对冲基金经理的投资才能和投资策略，以及在此基础上建立起来的风险控制模式。最后，实地考察还有一个好处，即可以培养双方之间的信任，这对于长期合作是相当重要的。

技术规范准则：另类投资管理协会(AIMA)提出的审查要点

另类投资管理协会(AIMA)是最重要的另类投资管理者联合会之一。它曾经列出以下技术规范准则参考要点：

投资组合记录

该记录具有重大意义，它通常是描述首先由对冲基金经理建议而后被投资者(或者多赢对冲基金管理者，他们也常被看作是完整的投资者)所采纳的不同投资策略的唯一书面记录。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某些多赢对冲基金管理者而言(例如本书列举的里克·索夫案例),投资组合记录是他们挑选对冲基金经理的最重要的文件依据。

当然,阅读这样的投资组合记录绝非易事。首先要了解投资组合的构成(对于大盘资金可能比较容易,不过对于中小盘资金就会困难些),接下来还要了解整体基金的风险敞口,并根据情况核实杠杆效应、辨别期权合约与其他衍生品、了解并分析整体投资风险,此外还要分析交易平仓期限等。总之,这是一项真正意义上的审计工作,同时它也说明了一个道理:如果要从事多策略基金管理行业,最好先从投资组合管理做起。

孵化器体制

这一体制在近十年内得到了迅猛发展,其目的就在于培养那些刚入行的对冲基金经理,并帮助他们在投资上取得良好业绩。在这一体制下,新基金经理可以获得尽可能丰富的支持与资源(信息资源、人力资源、财力资源等),来进行基金管理操作。他的具体成果将会在一段时间(通常是 12 或 18 个月)之后见分晓。那些收益良好的基金将会被保留,然后会被并入一个新成立的基金管理机构中单独运行。

当然,孵化器体制也不纯粹是为了培养基金经理。通过这个体制,一方面可以发掘那些新的基金管理人才,完善另类投资管理技术;另一方面,如果新基金经理管理成功的话,那么就可以保证在第一时间优先认购他管理的这只前景良好的基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场监管局关于对冲基金管理和多赢对冲基金管理的几点详细说明

另类投资管理和对冲基金的定义

关于另类投资管理，目前还不存在国际公认的定义。不过，我们可以这么认为：另类投资管理是所有追求独立于市场指数涨跌的绝对利益的资产管理技术的总称。另类投资管理的投资载体通常被称为“对冲基金”。

由于没有正式的对冲基金定义，国际证券委员会(OICV)总结出了这一类基金的五大特性。当然，这五大特性并不适用于所有的对冲基金。

(1) 与传统投资基金相反，对冲基金不受多样化投资和资产流动性方面的制约，投资者可以自由认购那些非流动性资产或复杂资产；

(2) 对冲基金投资者可以无限制地使用衍生品或卖空技术；

(3) 通过服务经纪商的融资渠道，利用杠杆效应；

(4) 对冲基金经理可以通过基金的“超额收益”收取丰厚佣金(除了约 2% 的管理年费之外，通常还会收取基金总利润额的 20%)；

(5) 关于基金份额收购的条件：在资金冻结阶段(通常是 2—3 年)，基金份额的收购是很有限的，一般都要按照事先约定的资金额和运行期限来进行。

对冲基金(或另类投资基金)的管理策略也有很多种，主要有：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）长短期资产管理策略：对属于同一个行业或位于同一个地区的资产实行长期投资管理(买进)和短期投资管理(卖出)；

（2）套利交易：多用于可兑换证券，即购入那些价格被市场低估的可转换债券，同时卖空相应的股票；

（3）“困难(公司)证券”策略：充分利用某一企业的财务困难(破产或财务重组)来获利；

（4）“事件驱动”型策略：充分利用某些企业内部的特殊事件(例如兼并或者收购)来发掘商机；

（5）期货基金策略：通过期权工具的运用，介入多个市场，并以系统化方式来管理基金；

（6）整体宏观策略：利用宏观经济总体走势来获利。

运用多赢对冲基金管理技术的动产金融投资共同基金现状

所有的欧盟动产金融投资共同基金会都可以认购对冲基金。然而，当某一只欧盟动产金融投资共同基金投资于对冲基金的份额超过10%时，那么无论是涉及外国投资基金、动产金融投资共同基金ARIA、合约型动产金融投资共同基金，还是期货市场共同基金8，所有的基金份额或股份都必须在金融市场监管局登记，并被归入动产金融投资共同基金这一类中的“对冲基金中的动产金融投资共同基金”。

如前所述，“对冲基金中的动产金融投资共同基金”是动产金融投资共同基金中的一种，该基金有10%以上的资产被投资于那些采用另类投资管理策略的国际基金或欧洲动产金融投资共同基金中。它始终是一种多赢对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外,“对冲基金中的动产金融投资共同基金”的建立方式可以有以下几种：

(1) 对冲基金中的动产金融投资共同基金 ARIA：该基金特点在于它有一个面向低资金投资者的 1 万欧元最低投资门槛(当该基金没有资金额限制时),此外,该基金还要求至少每月一次的估价清算、与普通动产金融投资共同基金类似的风险分散规则,以及最大为 2 的杠杆率(当存在表外资产时)。最后,对冲基金中的动产金融投资共同基金 ARIA(或 ARIA3)也是监管局工作小组的研究重点之一。

(2) 零杠杆率的动产金融投资共同基金 ARIA：该基金特点在于它有一个面向低资金投资者的 12.5 万欧元最低投资门槛,此外,该基金还要求至少每月一次的估价清算、与普通动产金融投资共同基金不同的风险分散规则(例如,该基金可以有 20%以上的资产被投资于那些法国或外国的对冲基金中)。最后,该基金的杠杆率也为 2,和那些普通动产金融投资共同基金的杠杆率几乎相同(当存在表外资产时)。

(3) 合约型动产金融投资共同基金：该基金特点在于它有一个面向低资金投资者的 25 万欧元最低投资门槛,此外该基金还要求至少每季度一次的估价清算。同时,该基金的投资以及管理规则细节都将在相关合约文件中加以规定。

越来越多的参与者

在遵守相关立法条约和面对市场需求的基础上,已经有 50 多家管理机构被批准进行另类投资管理操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几年前，欧洲的另类投资市场主要被那些专业管理机构所占据，例如HDF金融公司，其创始人吉勒·杜夫里戴是欧洲另类投资管理者的先驱之一。事实上，从20世纪80年代起，这位多赢对冲基金管理专家就开始经营那些对冲基金，特别是美国的对冲基金。为此，他在巴黎和纽约都开设了办事处，还拥有自己的数据库。

当然，在欧洲还有其他一些经验丰富的另类投资管理机构，比如奥林匹亚资产管理公司(从事多策略基金管理)、机会管理公司、ADI(从事利率和市场波动套利交易的专业机构)、Barep(兴业集团子公司，主要为机构投资者提供另类投资管理策略)、农业信贷资产管理、AXA投资管理、Allianz另类资产管理、Dexia资产管理、罗斯柴尔德公司、Natixis多策略资产管理(其管理的泽利斯系列投资产品通过银行系统直接得以销售)、法国巴黎银行资产管理、Groupama资产管理、UFG投资管理、爱德蒙·罗斯柴尔德金融公司(自1969年起就开始多策略基金管理)，以及其他一些面向财力雄厚的机构与个人投资者的专业机构(GT金融公司、Eraam、BDL、Atlas金融公司、Boussard与Gavaudan管理公司、Rivoli基金管理公司等)。

乔治·卡尔维茨的传奇故事

为了追踪世界首只多赢对冲基金的业绩表现，我在2009年邀请了LCF罗斯柴尔德银行在中国的合作伙伴中海信托的储晓明董事长一行前往巴黎，重点向对冲基金的基金LCH现任经理人里克·索夫了解LCH基金的历史和现在的策略。作为爱德蒙·罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯柴尔德资产管理有限公司的金融产品主管，里克·索夫管理着该公司旗下四只基金中的三只，其中有一只就是被称为“首只对冲多赢对冲基金”的“杠杆控股资本基金”。



图 2　爱德蒙·罗斯柴尔德资产管理有限公司金融产品主管里克·索夫

里克介绍了基金创始人——乔治·卡尔维茨。这位多赢对冲领域的传奇人物于 1938 年从奥地利来到法国，他的金融职业生涯从期货市场经纪人开始。1959 年，他进入了罗斯柴尔德金融公司。1968 年，在目睹了那些美国对冲基金经理（索罗斯、斯丁哈德、罗伯森等）的发迹史之后，乔治·卡尔维茨设计并推广了一个新的投资工具：对冲多赢对冲基金。乔治·卡尔维茨当时的想法很简单：与其冒着高风险将资金全部委托给某一位对冲基金经理，倒不如打多样化投资的牌，将资金分散委托给好几位投资策略各异的对冲基金经理。金融大亨爱德蒙·罗斯柴尔德被他的这一项目所吸引，并以个人名义借给了他一笔启动资金。1969 年，“杠杆控股资本基金”诞生，这是多赢对冲基金历史上第一只对冲多赢对冲基金。

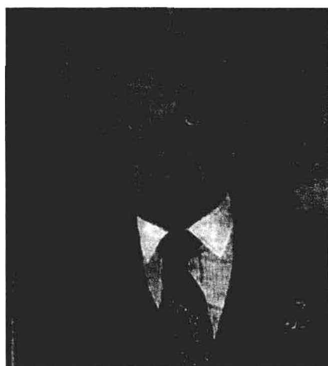


图 3　第一只多赢对冲投资基金的创始人乔治·卡尔维茨

大约 40 年后，这只多赢对冲基金仍然存在，并且该基金保持了 14% 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复合收益率。

爱德蒙·罗斯柴尔德在实践中发现，一个好的多赢对冲基金管理者，首先应该是一个好的投资组合管理者。因此从一开始，多赢对冲基金的管理者需要对投资理解深刻，需要对投资策略和风险控制有着完整的理论体系和实践经验。只有如此，才能够在层出不穷的对冲基金之中挑选到能力最优秀同时业绩最稳定的顶级人才。不过要指出的是，在20世纪60年代末，风险管理这一概念还不存在；同样，那时也没有我们今天使用的尽职调查。

里克告诉我，公司创始人非常精通基金行业的内在结构和资本杠杆的运营动力机制。

他说："在与那些对冲基金经理会晤时，我们心中已经有了清晰的标准。首先，要确认这位对冲基金经理历史上出现过的最大亏损额不超过50%。同时，我们也要看到，如果我们认购某只对冲基金，那就相当于把这部分的基金管理全权交付给了这几位对冲基金经理。在这样一种代理关系之下，为了保护客户的资金，我们必须要注意避免风险。因此，我们十分看重对冲基金经理交给我们的投资组合记录，这几乎是我们得以辨认和预测对冲基金经理投资策略的唯一参考文件。"

当我抛出一个问了多人的问题问他："您是如何在早期就发现了乔治·索罗斯这样的对冲基金经理的？"里克说："20世纪70年代初，对冲基金的数量不多，优秀的对冲基金很难找到。我甚至可以说，在我和乔治·卡尔维茨见过的30—40位对冲基金经理中，只有十几位可以算得上才智过人。为了接洽到最优秀的对冲基金经理，我们首先需要一个强大和广泛的关系网络，以此发掘那些出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类拔萃的基金经理。因此，我们经常一年组团四次去美国，就是为了与那些被选中的或是有潜力可挖的基金经理见面。目前，我们仍然坚持每年的美国之行，和美国的基金经理们的会晤是我们维护关系网络、发掘新机会的持续业务。所有这些美国之行甚至早在几年前就已经被安排好了。我们的目标很明确，就是要选择那些在任何市场背景下都能够取得良好业绩的基金经理。20 世纪 70 年代，作为多赢对冲基金这一行业的开创者，我们成功地区分出了好的与不好的基金经理。此外，我们一直在寻找那些有能力开发新投资策略和涉猎新投资领域的基金经理。在 20 世纪 70 年代的纽约，我们挑选基金经理的活动更像是一家商业俱乐部的活动，而不是规范严格的甄选程序。”

我又问他：“目前的多赢对冲策略与几十年前相比已有了很大发展。您觉得在这一领域中最显著的变化有哪些？”里克说：“近几年来，对冲基金投资者正在向机构化的方向发展。同时，尽职调查和风险管理变得更加规范，这两者在过去都时常被忽视。不过，我不太确定做到以上几点就能够成为一家成功的多赢对冲基金。在我们看来，像杠杆控股资本基金这样的投资平台，首要任务是保护投资者的资金。为此，我们十分重视那些把自己的大量资金投入自己名下基金的对冲基金经理，这些基金经理是真正把投资当作长远事业在看待的。在今天，即使有许多投资工具可以让管理过程变得更精细，我仍然觉得发生在另类投资管理领域最显著的变化，仍然在于基金经理的专业素质和职业操守，整个行业在向好的方向迈进。”

我问里克，经过了 2008 年这次对冲基金历史上最大的波动和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲击，他是不是觉得多赢对冲基金经理这一职业已今非昔比？他还有信心吗？里克说："在这个发展迅速的另类投资管理领域，那些投资工具的出现当然极大地方便了我们的工作。在杠杆控股资本基金刚刚推出的时候只有 40 多只对冲基金，今天这个数字已经接近 1 万了。当然，我们也不可能见到所有的对冲基金经理，而且有些基金经理以我们的挑选标准来看还谈不上有合作的价值。尽管这些投资工具有了很大的发展，但我们仍然认为，了解那些被我们选中的对冲基金的管理策略是十分重要的。从一开始，参加基金挑选的就是那些投资组合管理者或者曾做过投资组合管理者的管理专家。我们从 1969 年开始就采用了这一挑选方法，因此我们身边的管理者们都可以只通过阅读投资组合记录，就可以真正了解一只对冲基金的管理策略。此外，由于对冲基金领域有其特殊性，因此我们有必要依赖那些富有经验的对冲基金经理。对于我本人而言，我有幸曾经与乔治·卡尔维茨共事。现在他虽然处于半隐退状态，不过他对我们的工作仍然有很大的影响，而且他在这个领域 40 年的工作经验也使得他的投资眼光始终很尖锐。"

我问他："中国人很有投资天赋，你预计中国会发展多赢对冲投资吗？"里克说："关于我们旗下的对冲多赢对冲基金，我们在管理过程中花了相当多的时间，定期与那些被我们选中并追踪的基金经理们见面。为此，我们每年都组团去美国、欧洲和亚洲与所有这些基金经理会晤。这一基金挑选工作在我们的管理过程中至关重要，所以我们一直对此高度重视。我可以告诉你们这么一个事实：这些会晤早在三年前就已经安排好了。我们不相信黑匣子。中国当然重要，我希望能和中海油这样拥有大量现金的机构合作，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在是现金为王。”

最后我问里克:“另类投资管理的机构化是否也让你们的职业性质有了变化?”里克肯定地说:“这一点从供给和需求两方面来看都无可否认。从需求方面看,如果我们现在再提供给投资者那些透明度低、客户群体狭窄的理财产品,那显然是不行的。那些投资客户(当然主要指的是那些机构投资者),他们要找的不一定是那些业绩最好的对冲基金,而是找在较长投资期限内其预期回报与风险程度之比具有最佳系数的基金。不过,对冲基金管理和多赢对冲基金管理吸引了越来越多的机构投资者,这一事实也决定了很大一部分的理财产品供给。为此,我们推出那些管理技术越来越尖端的对冲基金,而这些对冲基金通常只涉及一小部分市场因素。我们不再像过去那样,认为对冲基金经理只能通过抢先利用所有市场的不协调性来证明自己的管理才能,并建立自己的名声。在今天,我们有必要找出一个只介入某个行业的高素质专业投资小组。认识到这一点,对我们今后推出真正多样化的多赢对冲基金是极其重要的。”

在巴黎,负责运营爱德蒙·罗斯柴尔德多赢对冲基金的首席投资官奥利维埃诺是和我同一年进入法国罗斯柴尔德银行的。他大胆起用头脑敏锐的年轻经理。他说,我们帮助那些在我们看来有潜力的年轻基金经理已经有好几年了。只有我们让这些新基金经理有真正的自主权,这个“孵化器”体制才能见效。用那些死板的管理模式来限制他们肯定是不行的。总之,我们坚信一部分新人将会在几年之内成长为优秀的基金经理,所以我们为他们提供方法和资源,以方便他们开展工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我问他："您对进入中国有兴趣吗？"他总是笑眯眯地说："我们要去就和你一起去。"

我们问他："您认为对冲基金管理在哪些方面比那些传统管理更有趣？"奥利告诉我："这里我们要注意到了，不能简单地把这两者相对立。我只能这么说：对冲基金世界永远都能为我们提供源源不绝的素材，以丰富我们的激情想象空间。而这些想象可以是多样的：有关投资策略的，有关程式化分析的，甚至是有关市场预测的。此外，我们还经常见到这么一些基金经理或者基金投资小组，他们的管理目标很单一，就是想方设法不让他们的客户赔钱。很遗憾的是，这一想法在传统管理领域内通常不多见。传统投资的分散化我们也能做到。每个专家都能体现他的价值。"

2008 年 3 月，爱德蒙·罗斯柴尔德集团被授予了 2007 年全球最佳多赢对冲基金管理人的奖项。这种奖励制度对于另类投资管理行业很重要。他问我，中国投资公司在选对冲基金管理人时，是看什么来做决定的呢？比如业绩的稳定性和回报率。

我告诉他，我不知道精品店在中国有没有市场。但他能经过严格的挑选过程，凭借着基金业绩的稳定性和风险—回报系数，从 2 500 名竞争者中被挑选出来，应该在中国是有机会的。我对他说，我们旗下的基金里，有五只不同种类的基金被提名为业绩最辉煌的投资产品，它们是另类投资管理世界的宝贵财富。中国人尊重历史，会看到这些。

最后奥利说，以一种更机械的眼光来看，多赢对冲基金的运作会随着管理策略的收效和所选投资产品的种类而变化。如果我们采用了某一种策略，比如长短期资产管理策略，使基金在一年内取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得了很好的业绩，这就会使该策略在投资组合中所占的比重有所上升。这一策略将会根据多赢对冲基金投资小组的选择，继续存在（重新平衡）或退出投资组合。

我们可以区分两大类的多赢对冲基金：

（1）多样化多赢对冲基金：考虑到要提供一种平衡的另类投资管理产品，多赢对冲基金管理者必须首先核实他所选择的基金产品是否包含了所有主要的管理方法，然后才能作出最终选择。一旦该多赢对冲基金管理者的业绩目标已经确定，他就会尽力让他所选择的另类投资基金和对冲基金的业绩达到所设定的标准。

（2）专业化多赢对冲基金：在这种情况下，多赢对冲基金管理者会选择设计一种很特别的理财产品。他会只考虑选择某些特殊的基金管理方法，例如前面提到的事件驱动型策略等。

无论是多样化还是专业化的多赢对冲基金，它们都具有两个主要特征：一方面，这些基金都遵循分散化投资的逻辑；另一方面，这些基金的运行都要依靠那些才能出众的基金经理和基金管理机构，而这些基金经理和基金管理机构在世界范围内都算得上是同行业中的佼佼者。然而，传统多赢对冲基金和对冲多赢对冲基金之间还是有一点区别，那就是构成投资组合的基金管理机构的形式有所不同。事实上，在传统管理领域，有不少理财产品可以说都是单头产品，也就是只有一个管理公司介入。而在另类投资领域，我们经常看到一些多头的多赢对冲基金，这些基金需要不同的独立管理机构介入。往往有这种情况：某一个管理机构可能在多赢对冲基金领域很出众，而对于对冲基金和杠杆基金的管理却一无所知。

对于投资者来说，认购多赢对冲基金，无疑可以使他们充分受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益于那些通常默默无闻的基金经理的才能，尤其是那些所管理的基金几乎不向公众开放的基金经理。由于多赢对冲基金所有管理程序都由那些管理机构全权负责，因此，投资者可以不用担心会受到种种条款的直接限制。

此外，特别是在对冲基金领域，要想成功投资还需通过以下三道关：辨别好的载体基金、与基金商业投资小组的成功合作，以及合理的投资额(大多数对冲基金接受的最低募集资金都在 15 万欧元以上)。

而对于那些寻求顶尖投资载体的投资者来说，多赢对冲基金常常是令他们满意的理财产品之一。

姓　名	所属机构	所在地	对冲基金从业经验(年)	LCH	ECH	TCH
Rick Sopher	Edmond de Rothschild Group	London	18	Chairman	Chairman	Chairman
Richard Katz	Various, including Soros Fund Management	New York/ Italy	32	Member	—	—
Antonio Foglia	Owner, Banca del Ceresio	Switzeriand	28	Member	—	Member
David Erskine	Director, The Atlantic Philanthropies	UK	22	—	Member	Member
Dirk-Jan Schuiten	MeesPierson	Amsterdam	13	—	Member	—

图 4　爱德蒙·罗斯柴尔德资产管理有限公司的多赢对冲投资委员会结构图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另类投资管理的原则

作为爱德蒙·罗斯柴尔德多策略资产管理公司(专门从事传统和另类多策略基金管理的机构)董事会主席,皮埃尔·巴拉希认为多赢对冲基金在金融市场动荡的大背景下已经初显优势。然而,对冲基金的挑选仍然是一项复杂棘手的任务。

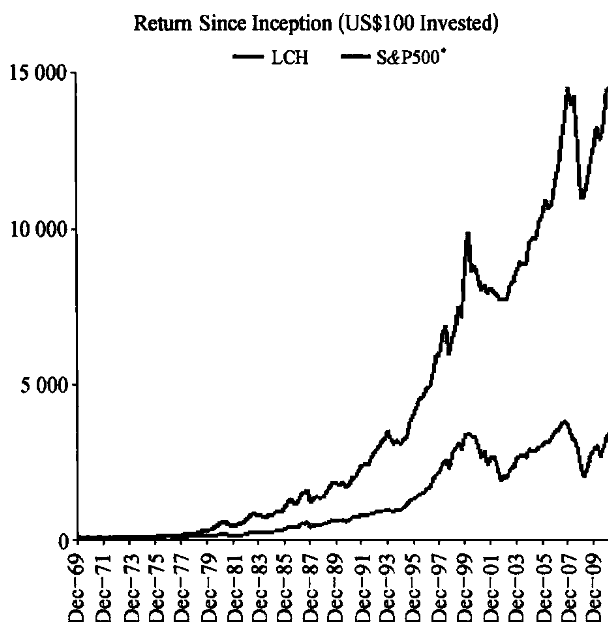


图 5　第一只多赢对冲基金的历史业绩表现(和标准普尔指数的对比)

问:目前的大环境对另类投资管理的发展是否有利?

皮埃尔·巴拉希:从道理上讲,我认为目前可以说是"万事俱备,只欠另类投资管理"。就拿 1970—1980 年这十年来看,如果您当时认购的是传统基金,那么现在您也看到了,传统基金的市场走势一直看跌。而与此同时,那些大的另类投资管理机构却取得了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不错的业绩。当时的一些另类投资基金经理后来也承认，他们以前接触到的这些另类投资市场是最让他们兴奋的市场。

问：金融市场的变化是否也会迫使多策略基金管理者改变他们的投资组合结构？

皮埃尔·巴拉希：多策略基金管理的重点就在于对载体基金的挑选。我们并没有必要花费精力经常改变投资组合的结构，因为我们挑选的对冲基金经理都是那些善于利用市场或资产弱有效性的投资专家，所以他们的操作自然而然地就会让我们的投资组合产生变化。如果我们自已根据市场预测来调整投资组合的话，那么最后很可能吃力不讨好。不过当然了，真实情况不会如此。

问：您对那些对冲多赢对冲基金之间的业绩差异是怎么看的？

皮埃尔·巴拉希：首先，我想说明的是，多赢对冲基金管理者在五年前才开始采用另类投资管理策略。就拿 LCF 罗斯柴尔德集团来说，它在四年前才推出首批多赢对冲基金，而那时另类投资管理已经诞生十多年了。了解上面这点很重要，因为我们知道在基金管理领域，前人留下的经验和人际关系网的质量是成功的保证，这两者可以帮助我们分析以前那些对冲基金经理所采用的管理策略，同时还能更好地认识金融市场的多样化发展趋势。

其次，我们是多赢对冲基金管理者，但我们首先应该是投资组合管理者。也就是说，我们当然要了解那些对冲基金经理的管理策略，但我们还要通过对他们投资组合的考察和基金走势的判断来衡量这些基金的风险程度。不过，根据我看到的情况，现在很少有投资组合管理者来负责管理多赢对冲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，说到对冲多赢对冲基金，我们要做的是让那些投资组合能够真正地缓解市场下跌所带来的负面效应。这并不是说我们只能把希望寄托在一只可能在一年内会取得良好业绩的对冲基金上，而是要去保护那些委托资产，尤其是在像从去年夏天开始的那段市场动荡阶段。

问：您从事的多赢对冲基金管理一向被认为可以缓解市场下跌所带来的负面效应，那么这一管理方法能否让基金业绩达标呢？

皮埃尔·巴拉希：从中长远投资时限来看，多赢对冲基金管理可以让基金业绩达标，因为我们的载体基金都是经过严格挑选的。此外，我们的集团已经有将近 40 年的基金挑选经验，我们对所挑选的对冲基金经理都是很信任的，所以一点也没有问题。

问：那您是否偶尔也会打发走一些基金经理呢？

皮埃尔·巴拉希：当然了。不过，如果说我们对一位基金经理失去信任，这并非仅仅是因为他所管理的基金连续六个月业绩下滑，或者一年的业绩都不好，而是有更本质性的原因。另一方面，我们也没有必要去取代那些有才能的基金经理，因为他们比我们更清楚某些投资方向和投资方法。不过，如果某位基金经理设计了一种特殊的策略，却没有尽到最大努力去实施这一策略的话，我们就会对他表示怀疑。我还可以告诉你们，我们的投资组合也包括与一些可转换债券管理者和期货市场的合作，即使我们认为这些策略并不最适合目前的市场形势。所以，我们并不是仅仅根据投资领域的走向来决定基金经理的去留的。

我想指出的是，多赢对冲基金管理者的工作实质在于挽留那些真正的精英，而不是像进行动产管理配置那样，对他们指手画脚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地下评语。我们的人员流动率是25%,这一比例在组织简单的传统管理机构则高达100%—200%。我们还可以这么说:那些低调的对冲管理精英也希望与忠诚可靠的高素质多赢对冲基金管理者合作。

问:有些多赢对冲基金管理者认为,他们的工作现在变得复杂化了。您认为果真如此吗?

皮埃尔·巴拉希:这一说法好像有些矛盾,因为目前有很多不错的投资工具可以帮我们及时追踪那些基金经理的工作动态。另外,我们很热爱自己从事的多赢对冲基金管理行业,你们也可以看到对冲基金载体的数量一直在增长。不过,我倒觉得对冲基金管理的机构化让基金挑选过程变得更复杂了,因为我们要面对好多采用特殊管理模式却无法成功的基金经理。对于那些机构而言,它们首先要选定一种管理模式,并把这一模式运用于投资组合中的一部分。而对于多赢对冲基金经理来说,他们的工作内容往往几年之内都一成不变,就是选择那些对冲基金管理精英,并在此基础上构建自己的投资组合。这再次证明了经验的重要性,它让我们辨别出那些能够使基金业绩稳定良好的对冲基金经理。因此我反复强调,我们的投资组合是根据我们对载体基金的信心而逐渐变化的,我们不能依靠市场预测来调整投资组合。

问:您刚才所说的话让我们有这样的感觉:在基金选择过程中,有时候直觉也很重要。是这样的吗?

皮埃尔·巴拉希:我们在40年内分析了上百个投资组合,这种经验可以帮我们更快地找到有合作潜力的基金经理。同时,我们对于市场的了解也可以算是一项宝贵的无形资产,因为我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工作组在以往40年间经历了市场的各种阶段。最后,一只好的对冲基金也能激发基金经理的管理热情。因此,直觉确实很重要,即使我们的选择立刻会被我们手边的各种定量和定性的工具所验证。可以这么说,我们的直觉是建立在市场预测的基础上的,而这些市场预测也是在多种信息渠道的基础上得以产生的。五年前,当我们在期货交易市场谈到直觉这个字眼时,人们好像都不屑一顾。在那个互联网爆炸的年代,我们凭直觉宣扬矿产企业的优点,结果招来了如潮评议,但这些评议如今都被我们淡忘了。

问:面对那些提倡基金产品大众化、透明化的专业管理公司,对冲基金管理和多赢对冲基金管理好像有自由化发展的趋势。您对那些对冲基金指数或者另类投资管理追踪指数等新生事物是怎么看的?

皮埃尔·巴拉希:从事另类投资管理,对于那些缺乏经验的机构来说很困难。我甚至都不能肯定那个著名的“80—20”法则能用在对冲基金的管理方面。我个人偏向于“90—10”,也就是说,90%的基金经理才能平平,只有10%的基金经理才智超人,并善于最大限度地发掘金融市场的潜力。自从1969年杠杆控股资本基金建立以来,我们的专业小组不仅能够发掘那些有才能的基金经理,还能够了解并分析他们的投资策略。我一直认为,对冲基金的发展史同时也是那些能够在各种财经背景下获得良好业绩的基金管理人或投资小组的历史,对冲基金管理在某种程度上也可以说是研究资产管理先进技术的高级实验室。不管某个基金经理是否会如我们所想象的那样有足够的资源和才能去改变他的投资模

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式，其实这些都不重要。

因此，我对那些所谓的另类投资产品的代用品表示质疑。我认为，我们不能限制那些基金管理人才运用管理策略。同样，那些标的物为另类投资产品的指数产品，并不能显示出另类投资管理世界的丰富性，而且它们只能告诉投资者基金的预期回报指数（β 系数），而不是基金的绝对回报指数（α 系数）。因此，谁还敢说已经找到了最佳投资方案，能让原先只占 10%的基金管理精英数量成倍增长？

另类投资管理业绩与世界股市的对比（见图 6）

另类投资管理策略的主要目的是在不受市场走势干扰的情况下取得绝对利益。但是，由瑞士信贷特里蒙推出的指数却表明，对冲基金经理通常在中长期投资时限内才能最终获利。

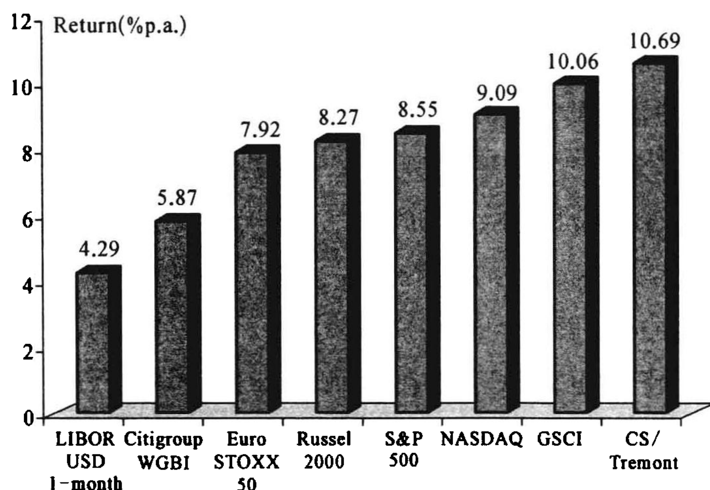


图 6　对冲基金指数与全球各金融指数的对比（1994—2005 年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的应付费用

动产金融投资共同基金与其他公司一样要遵守相同的法规，并且还要支出一系列的运作和会计费用。为了维持基金管理机构的运作开支，投资基金认购者通常需要支付两大类费用：参与费和退出费。

参与费

这些费用只需在募集资金的时候一次性支付，也就是在投资者认购一只或几只基金的时候支付。关于参与费的收取，并不存在什么价格政策法规。即使每一家管理机构都可以自由地确定收费数额，参与费的平均水平大多还是在 0—4.5%之间(根据投资载体的不同)。事实上，货币载体的征税率总体而言还是比较低的，不过股票载体的征税率就要高许多了。

此外，那些面向机构投资者的基金所收取的费用，通常要低于那些面向个人投资者推出的基金。

还有，这些参与费中的一部分是用来支付给中介机构的，例如金融顾问等。

退出费

这种费用目前有取消的倾向，不过还是被用于某一些基金的操作。该费用收取的原则如下：当投资者通知基金管理机构要转让基金份额(可变公司资本基金或者共同管理基金)时，基金管理机构会根据投资者转让资产的价值收取一定比例的费用，以防止

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利交易现象的频繁出现。

管理费用

这些费用可用于支付基金管理者们的工资，同时还用于支付投资基金管理过程中的其他开销。这些开销可谓种类繁多：工资酬劳、办公场地费用、信息管理工具费、获取不间断金融信息的众多付费、研究费用(例如市场交易所)等。和所有的企业一样，基金管理机构必须要从它们的收入中扣除各项费用。

超额佣金

基金管理机构收取的这一佣金，是根据基金经理在基金运行伊始所设下的业绩目标来决定的。然而，投资客户也要注意到：那些多赢对冲基金管理者所设定的业绩目标，必须要和所选择的载体基金相符合。如果把一只多赢对冲基金的风险回报系数拿去和那些一旦回报率超过货币市场利率就要收取超额佣金的股票作比较，那无疑是不妥当的。具体来说，如果某一只多赢对冲基金的年度业绩目标是 6%，那么比较合理的做法是：只有当基金年度业绩超过了这一目标水平(6%)，投资客户才应该缴纳超额佣金。

业绩不佳的封闭基金

和我们以往的观点不同，那些不再接受新募集资金的封闭型对冲基金，其业绩并不比那些同类开放型基金要好。这一结论是资本市场风险咨询机构经过调研后得出的。在 3 700 只被调查的对冲基金中，那些开放型基金的超额收益率高达 0.1%。当然，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一计算方法也许并不科学，因为它只注重超额收益的整体计算，而忽略了这些基金采用的管理策略各不相同这一事实。该研究还强调，有一些基金管理策略（例如，新兴市场策略、可转换套利策略、宏观整体策略等）如用于封闭型基金可能会更有效。此外，该研究还得出如下结论：“投资那些封闭型对冲基金，并不代表回报率一定会更高。不过，投资者通常会认为得不到的才是最好的，这也是人之常情。”

对另类投资的几点思考

从所有这些特性来看，多赢对冲基金管理显然受到了广大机构投资者和个人投资者的欢迎。然而，考虑到本书前面提及的很多观点，从事另类投资管理还需要考虑到以下的这些事项。

不要低估风险

像所有领域的投资一样，多赢对冲基金管理也要直面风险的存在。尽管多赢对冲基金管理者可以采取一定的分散化投资，然而多赢对冲基金在短期之内仍然有很大的可能会亏损。这里要注意的是，在基金经理给出的那些宣传册中，我们常常会读到某一个基金的预定业绩目标，但是这一业绩目标常常是结合一定的投资时限而设定的。此外，所有的另类投资管理策略也不能同时为基金管理带来高的回报率。确切地说，只有通过风险抵消，才能更好地缓解投资组合内某些基金业绩大幅下滑而可能带来的负面效应。请记住了：即使另类投资管理力图摆脱市场总体走势的干扰，但它也并不是万能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定义风险程度

与某一预期回报率相比，多赢对冲基金管理者更应该先确定基金所能承受的最大风险。这一风险程度除了与投资者拥有的资产价值有关，还与他的个人想法有关。有些投资者即使面临资产缩水的危机，也能天天睡安稳觉。绝大多数的多赢对冲基金产品都很重视风险/回报系数比，预期回报率越高，那么可承受的风险度也越高。此外，多赢对冲基金管理者还有必要将预期回报值和他的投资组合结合起来考虑。另类投资管理被多赢对冲基金管理者用来实行分散化投资，这主要也是为了能缓解某一只或某几只基金价值下跌所带来的负面效应。

挑选高素质的专业管理机构

多赢对冲基金产品的推出，通常意味着要在基金运行和专业工作组选择方面下大成本。一个优秀的传统基金分析师并不一定具备在对冲基金领域发展所必需的技能，反之亦然。

同样，多赢对冲基金管理者也有必要选择那些从事过另类投资管理的专业资产管理者，或者那些多年从事另类资产管理的高素质管理机构。在欧洲，专家的存在对于那些投资者而言无疑是一颗“定心丸”。

对于信息的把关

另类投资管理不是赌注游戏，所以不能轻易下注。因此，在作决定之前充分了解被推荐的投资载体，对于多赢对冲基金管理者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言十分重要。为此，他有必要考虑众多的问题，例如有关风险、管理策略、人力资源与信息工具、基金报告质量、向投资者发布信息的频率、费用等。

另类投资的主要风险

从理论上说，另类投资管理显示了众多优势。然而，投资者必须记住一点：本书提及的那些另类投资管理策略，其包含的风险度有时和那些传统管理策略的风险度大不一样。另类投资管理者一定要谨记以下这些主要风险（见图7）。

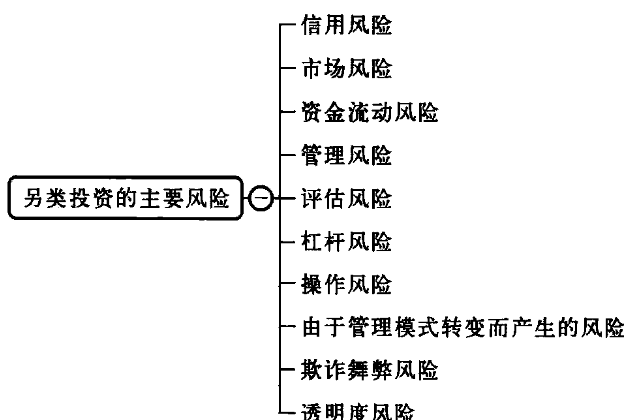


图7　另类投资的十种主要风险

信用风险

信用风险主要来自企业或者政府发行的债券和国库券。确切地说，所谓信用风险，就是债券发行人无力偿还债务。这自然会影响到债权人的利益，因为他们当初用本金交换每年一定数目的息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，而到头来却连本金也收不回来。这种信用风险主要涉及那些用利率或高回报率债券进行套利交易的另类投资管理者。

市场风险

这一风险也叫作β系数风险。简要地说，β系数代表市场以及与这一市场相关联的风险。这一系数被用于衡量某一管理策略在市场前进的过程中实施之后所得的回报率。

如果β系数为1，那就说明该基金回报率与市场利率完全一致。如果市场年利率为7.5%，那么该基金的回报率也是7.5%。为什么β系数的概念这么重要呢？因为只有通过降低β系数，基金才能够获得超额收益。如果说在市场上升阶段，β系数为1还有利可图的话，那么在市场下跌的时候，β系数为1势必会带来灾难。通过在投资组合中加入另类投资基金，投资者就可以使其资产价值少受市场波动的影响。

资金流动风险

通常市场性能越是完善，市场的价格越合理，资金流动性也就越高，这就意味着投资者可以随时移出他投入的资金。但是，正如我们前面看到的那样，很多另类投资管理策略都不能保证基金运行中的资金流动性，这就造成了很多方面的问题，其中包括基金的市场推广方面。例如，很多保险机构常常认为对冲多赢对冲基金的资金流动率不够高，它们还列举了保险行业的一些储备金的例子以作为参照对比，例如单份人寿保险中的载体基金。同样，立法机构的态度也很明确：另类投资管理者最多可以保留30%的基金认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购费用。

管理风险

管理风险在对冲基金领域具有决定性意义，因为对冲基金的业绩很大程度上取决于基金经理对策略和管理的理解深度，比如对于所选投资策略的理解，或是对开发的管理模型的理解等。在另类投资管理领域，管理者根据不同策略所作出的不同选择，往往对管理过程成功与否起着关键作用。因此，另类投资管理者必须要提防那些与单一信念紧密关联的管理策略，并且还要注意采用风险控制手段。

评估风险

评估风险对于那些资金流动性强的证券来说是不存在的，因为在这种情况下，投资者持有的证券价值的价格是较为公允的。不过，有些另类投资管理策略却让事情变得很复杂。由于另类投资产品的资金流动性低，这就为一些资产的评估增加了困难。因此，如果我们对一只对冲基金作评估报告，那么该报告很可能永远不能反映该基金名下资产的真实价值。这一现象同样也存在于非上市投资领域中。

杠杆风险

为了增加某些投资策略的回报率，另类投资管理者有时会运用杠杆效应。但是，我们建议要谨慎使用这一工具，防止其威胁到投资组合的整体收益。事实上，杠杆效应通常被运用于不同等级，而且这些等级都是可以被测量的。不过，在多赢对冲基金管理领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域，管理者大多会考虑到杠杆风险的存在，大部分多赢对冲基金管理者通常都不欢迎那些杠杆率过高的载体基金。

操作风险

尽管对冲基金很复杂，但是那些基金经理还是要按部就班地实行对冲基金操作。就像传统管理一样，另类投资管理也要面临操作风险。而且，由于另类投资管理策略本身具有的复杂性，因此，操作风险的存在显得尤为突出。我们可以举一个最简单的失误操作例子，那就是交易指令错误，比如买卖方向颠倒。

由于管理模式转变而产生的风险

由于对冲基金经理没有必要向外界公布其投资和管理策略，因此当他自作主张地彻底转变管理模式而不及时向外界公开这一消息时，就会给多赢对冲基金管理造成麻烦。为了使投资组合业绩达标，多赢对冲基金管理者往往会根据他所掌握的每一只对冲基金的情况而采取不同的管理策略。比如说，对冲基金经理经常都会采用宏观整体策略，有一位多赢对冲基金管理者在仔细研究了某一只对冲基金的各项特性之后，就把这只采用宏观整体策略的对冲基金收入囊中作为载体基金。然而，两个月之后，上面提到的这位对冲基金经理却发现有一些以前被他低估的新兴国家债券现在有很好的收益前景，因此他毫不犹豫地改变了管理策略。然而，另一方面，那位投资了该对冲基金的多赢对冲基金管理者，却发现他对旗下一部分载体基金的管理策略一无所知(也许至少要等到下一次基金报告才会知晓载体多冲基金经理管理策略的改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变)。通常,这种因为管理模式转变而产生的风险更多涉及那些小型管理机构。那些急于创造超额收益的对冲基金经理,一般很少考虑到多赢对冲基金管理者的感受。

欺诈舞弊风险

这一风险在本书前面章节已有所提及。尽管舆论对另类投资管理领域多有成见,但是我们不得不承认,和传统管理领域一样,另类投资管理领域中也存在欺诈舞弊的现象。另外,鉴于那些机构投资者一直热衷于发掘那些能够带来绝对收益的投资产品,所以对另类投资管理领域的监控还有进一步加强的必要。

透明度风险

长期以来,另类投资管理者一直都不愿意把必要的基金信息公之于众,甚至对他们的投资客户也三缄其口。究其原因,也许是他们本身就喜欢保密,或者是因为害怕被人“偷师”,再或者则是因为另类投资过程本身太复杂,无法用三言两语说清楚,等等。不过,如今有越来越多的机构投资者开始关注那些另类投资基金,在这些机构投资者的施压下,另类投资管理者不得不公开更多的基金信息。

另类投资管理领域的这种“暗箱”操作目前有逐渐减少的趋势。即使是在一些另类投资管理策略的实施过程中,投资小组也无法实行“暗箱”操作,这并非是因为人为因素的抵触和防止,而是某些特殊管理程序的特点使得“暗箱”操作几乎没有用武之地。在非上市投资领域中就有很多上述的例子。

很明显,与传统管理相比,投资者必须用不同的方式去理解另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类投资管理。事实上,考虑到管理机构间的差异性(例如美国的一些管理机构有 100 多个雇员,而另一些管理机构的工作小组只有 5 名专家)、管理策略的多样性、数据库的繁杂性以及参与者之间信息透明化程度的不一致性,我们有必要为每一个管理机构设定切实可行的目标,让它们把重点放到对每个基金产品的特性研究上。从这点来看,欧洲市场在立法不断加强的前提下取得了可喜的进步。

对于未来多赢对冲投资的预测

几年前,随着对冲基金在资金规模和数量上的持续增长,一些专家曾经判断市场已趋饱和。他们认为,太多的参与者涌入这一狭窄的市场,其结果就是每个人的发展空间都深受限制。但事实和那些专家的预测大相径庭,广大投资者(尤其是机构投资者)一直都对这一另类投资领域表现出浓厚的兴趣,除了对于新鲜事物一向保守的欧洲。事实上,尽管 2/3 的对冲基金经理都在美国,但是欧洲的另类投资产品规模却占了全球一半的比重,欧洲的投资者主要通过对冲多赢对冲基金参与到另类投资中来。

作为通往丰富多彩的另类投资管理世界的一条安全而可靠的捷径,这些多赢对冲基金自身也有进一步发展和完善的必要。除了紧跟金融市场发展的步伐之外,它们还要及时响应市场的需求,随时调整完善自己的投资策略和管理模式。如今,多赢对冲基金管理已不再局限于仅仅让认购者从对冲基金经理的投资才能中获益,还要建立和管理一系列对冲基金,确保这些对冲基金在特定投资时限内和既定的风险程度(波动性)基础上达到预期的回报率。不过,这一做法也并不排除有些对冲多赢对冲基金在短期内会出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现业绩亏损的现象。

根据现在的发展趋势,在未来的几年里,多赢对冲基金产品很有可能保持良好的增长势头。然而,多赢对冲基金目前已经有了一个新的竞争者——管理账户,为了实现既定的发展目标,它们必须要更好地满足投资客户差异化的需求、更稳健地控制投资的风险,只有这样才能继续生存发展下去。同样,那些专题性金融投资共同基金的数量也在成倍增长(例如在基础设施、保健、安全等方面),而且我们以后还将看到那些投资领域逐渐缩小的对冲多赢对冲基金。此外,一些主要的多赢对冲基金管理机构现在也开始根据地理位置制定投资计划,比如只选择亚洲市场的对冲基金等。最后,我们未来见到的那些多赢对冲基金,其投资策略也不可能只限于一两个。

由于那些对冲基金管理策略正在朝着更复杂、更专业的方向发展,因此多赢对冲基金管理者有必要建立一些更专业化的多赢对冲基金。当然,目标始终还是一致的,就是通过对冲基金经理的管理才能,让自己的投资组合不受市场波动的干扰,最终取得绝对收益。从这点看,2007 年夏天开始的金融危机肯定会让那些多赢对冲基金管理者发掘出真正的对冲基金管理精英。此外,这场危机还会使另类投资管理这一广阔领域的操作透明度得到改善。

(我谨在此向皮埃尔·巴拉希先生、里克·索夫先生和尼高拉·韦斯先生表示衷心的感谢。是他们提供了有关多赢对冲基金的材料,以及让我与他们现任基金经理们交谈的机会。在罗斯柴尔德与这么多世界顶尖高手一道工作,看他们如何应对金融危机,如何进行资产管理,这对我一生来说都是一笔宝贵的财富。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附：全球最新多赢对冲基金排行榜

01 Blackstone Alternative Asset Management

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $28.6bn AUM 30 Jun 09 (US$) $25.0bn Percentage change ▲14.4%	Founded 1990 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Blackstone Partners Strategy Blackstone Park Avenue Strategy Blackstone Madison Avenue Strategy	Emerging Markets, Macro, Event Driven, Market Neutral, Long/Short Equity, Diversified, Credit, CTA	$1.4bn	J. Tomilson Hill (President)

Location (principal office location in bold): **New York**, London, Tokyo, Hong Kong

02 UBS Alternative Investment Solutions

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $26.0bn AUM 30 Jun 09 (US$) $31.4bn Percentage change ▼17.2%	Founded Not disclosed Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	UBS A&Q Alternative Solution	Multi Strategy	Not disclosed	Bill Brown (co-CIO) Rick Nartis (co-CIO)

Location (principal office location in bold): **Zurich**, Stamford, New York

03 Grosvenor Capital Management L.P.

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $23.4bn AUM 30 Jun 09 (US$) $20.3bn Percentage change ▲15.3%	Founded 1971 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Event Driven, Merger Arbitrage, Long/Short Equity, Convertible Arbitrage, Equity Market Neutral	Not disclosed	Michael Sacks (CEO), Paul Meister (COO), Eric Felton (CFO), David Richter (Director of Research), Joseph Nesler (CCO, GC)

Location (principal office location in bold): **Chicago**, New York, London

04 HSBC Alternative Investments

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $23.3bn (est.) AUM 30 Jun 09 (US$) $22.3bn Percentage change ▲4.5%	Founded 1994 Employees Not disclosed No. of FoFs managed 10	HSBC Multi Adviser Arbitrage Fund HSBC GH Fund HSBC UCITS AdvantEdge Fund HSBC Emerging AdvantEdge Fund HSBC Asian AdvantEdge Fund HSBC European AdvantEdge Fund HSBC Trading AdvantEdge Fund HSBC Special Opportunities Fund	Macro, Long/Short Equity, Merger Arbitrage, Convertible Arbitrage, Fixed Income, Market Neutral	Not disclosed	Chris Allen (CEO), Peter Rigg (Head of Alternative Investment Group), Tim Gascoigne (Head of Portfolio Management)

Location (principal office location in bold): **London**, New York, Geneva, Hong Kong

05= Permal Investment Management

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $19.4bn AUM 30 Jun 09 (US$) $18.7bn Percentage change ▲3.7%	Founded 1973 Employees 190 No. of FoFs managed 14	Permal Macro Holdings Permal Fixed Income Holdings Permal Investment Holdings	Macro, Fixed Income, Long/Short Equity, Natural Resource, Multi-Strategy	$3.2bn	Isaac Souede (CEO) James Hodge (CIO)

Location (principal office location in bold): **New York**, London, Boston, Nassau, Paris, Dubai, Singapore, Hong Kong and Tokyo

05= Goldman Sachs Hedge Fund Strategies

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $19.4bn AUM 30 Jun 08 (US$) $18.0bn Percentage change ▲7.8%	Founded 1997 Employees 100+ No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Long/Short Equity, Event Driven, Macro, CTAs, Multi Strategy, Commodities, Emerging Markets	Not disclosed	Kent Clark (CIO), Charles Baillie, Christopher Kojima, Steve Bossi, Gerald Messier, David Mullane, Ryan Roderick

Location (principal office location in bold): **New York**, London, Tokyo

07 Union Bancaire Privée

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $18.8bn (est.) AUM 30 Jun 09 (US$) $23.8bn Percentage change ▼21.0%	Founded 1986 Employees 120 No. of FoFs managed 8	Selectinvest Arbitrage/Relative Value Dinvest SICAV	Long/Short Equity, Multi Strategy, Distressed Securities	$4.7bn	Christophe Berrard (CIO)

Location (principal office location in bold): **Geneva**, London, New York, Hong Kong, Singapore, Tokyo, Bahamas

08 Man Investments

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 30 Mar 10 (US$) $18.0bn AUM 30 Sep 09 (US$) $21.6bn Percentage change ▼16.7%	Founded 2000 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Man Four Seasons Man Dynamic Selection Man IP220 Man Commodities	Low Volatility Medium Volatility High Volatility Thematic	N/A	Peter Clarke (CEO) Herbert Item (CIO) John Rowsell (MD)

Location (principal office location in bold): **London**, Chicago, Dubai, Dublin, Hong Kong, Luxembourg, Miami, New York, Pfäffikon, Rotterdam, Singapore, Sydney, Toronto, Tokyo

09 BlackRock Alternative Advisors

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 1 Apr 10 (US$) $17.8bn AUM 1 Jul 09 (US$) $14.9bn Percentage change ▲19.5%	Founded 1988 Employees 8,500 (firm wide) No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Diversified	Not disclose	Not disclosed

Location (principal office location in bold): **New York**, London, Tokyo, Hong Kong, Singapore, Paris

10 Lyxor Asset Management

AUM	Founded / Employees / FoFs	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $15.9bn AUM 30 Jun 09 (US$) $16.1bn Percentage change ▼1.2%	Founded 1998 Employees 500 No. of FoFs managed 350+ share classes	Lyxor Active Edge Fund Lyxor Hedge Fund Index Fund Lyxor Active Edge Fund Lyxor Hedge Fund Index Fund Lyxor Premium Fund The Turquoise Fund Lyxor Focus Fund Ltd Lyxor Diversified Fund Ltd	Multi Strategy	Not disclosed	Christophe Mianné (Key Founder) Laurent Seyer (CEO) Alain Dubois (Chairman)

Location (principal office location in bold): **Paris**, New York, Tokyo, Dublin, Luxembourg

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11 Mesirow Advanced Strategies

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$12.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $10.2bn Percentage change ▲22.5%	1990 Employees 97 No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Multi-Strategy, Hedged Equity, Credit, Event Driven, Relative Value, Macro and Commodities	$0.38bn	Howard M. Rossman (Chairman) Martin B. Kaplan (CEO) Stephen C. Vogt (CIO)

Location (principal office location in bold): Chicago, London *Including open-ended funds & mandates

12 GAM

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$12.3bn (est.) AUM 30 Jun 09 (US$) $12.5bn Percentage change ▼1.6%	1983 Employees 753 No. of FoFs managed 62	GAM Diversity GAM Diversity II GAM Trading II	Multi-Stratgy, Equity Hedge, Trading, Arbitrage	$4.6bn	Gilbert de Botton (Founder) David Smith (Chief Investment Director)

Location (principal office location in bold): London, Zurich, Berlin, New York, Tokyo, Hong Kong, Singapore

13 Amundi Alternative Investments

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$12.1bn AUM 30 Jun 09 (US$) $12.8bn Percentage change ▼3.3%	1992 Employees 93 No. of FoFs managed 41*	Green Way Limited: Multi-Strategy Green Way Arbitrage The Diversified Fund: Arbitrage Strategies Green Way Select Global: Long/Short Equities Green Way Select Macro: Global Macro CTA	Multi-Strategy, Arbitrage Strategies, Long/Short Equities, Global Macro CTA	$0.5bn	Andrew Watson (CEO) Laurent Guillet (Deputy CEO) Luc Martin (CIO)

Location (principal office location in bold): Paris, London, Chicago, Tokyo

14 Credit Suisse Alternative Capital

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$11.3bn AUM 30 Jun 09 (US$) $13.2bn Percentage change ▼14.4%	1998 Employees 48 No. of FoFs managed 50	Sapic 98 Credit Suisse Prime Select Trust Multi-strategy Phoenix Distressed Opportunities Sapic Global Macro	Multi-strategy, Equity Long/Short, Event Driven, Relative Value Arbitrage, Tactical Trading	Not disclosed	Boris Arabadjiev, Ph.D

Location (principal office location in bold): Zurich, New York, London, Hong Kong, Tokyo, Singapore, São Paulo

15 Edmond de Rothschild Group

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Group companies	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$10.7bn AUM 30 Jun 09 (US$) $10.2bn Percentage change ▲4.9%	1953 Employees 2000+ No. of FoFs managed by the Group 20	Geneva - Banque Privée Edmond de Rothschild S.A. with the Edmond de Rothschild Prifund range (9 FoHFs). Paris - Edmond de Rothschild Investment Managers with the Multi-Alternatif range (8 FoHFs). London - LCF Edmond de Rothschild Asset Management with the Capital Holdings Funds range (3 FoHFs)	Arbitrage & Relative Value, Long/Short Equity & Trading	$1.75bn	Baron Benjamin de Rothschild

Location: Geneva (HQ), Paris, London

16 Pacific Alternative Asset Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$9.8bn AUM 30 Jun 09 (US$) $8.6bn Percentage change ▲14.0%	2000 Employees 133 No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Multi-Strategy , Moderate Volatility	Not disclosed	Jane Buchan (CEO & Co-Founder) Jim Berens (Founder) Judith Posnikoff (Founder) Bill Knight (Founder)

Location (principal office location in bold): Irvine, CA, London, Singapore

16 Aurora Investment Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$9.8bn AUM 30 Jun 09 (US$) $8.9bn Percentage change ▲10.1%	1990 Employees 97 No. of FoFs managed 10	Aurora Limited Partnership Aurora Offshore Fund I Aurora Offshore Fund II	Multi-Strategy	Not disclosed	Roxanne Martino (President and CEO) Scott Schweighauser (Partner and CIO) Justin D. Sheperd (Portfolio Manager)

Location (principal office location in bold): Chicago

18 Morgan Stanley Alternative Investment Partners

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$9.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $9.3bn Percentage change ▲2.1%	2000 Employees 50 No. of FoFs managed Not disclosed	Morgan Stanley Global Long/Short Fund Alternative Investment Partners Absolute Return Fund Morgan Stanley Institutional Fund of Hedge Funds LP	Diversified	Not disclosed	Mustafa Jama (Head and CIO)

Location (principal office location in bold): West Conshohocken, PA, New York, London, Hong Kong

19 K2 Advisors

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$8.7bn AUM 30 Jun 09 (US$) $7.1bn Percentage change ▲22.5%	1994 Employees 95 No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Not disclosed	Not disclosed	David Saunders (Managing Director)William Douglass (Managing Director)

Location (principal office location in bold): Stamford

20 EIM Group

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$8.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $9.2bn Percentage change ▼7.6%	1992 Employees 147 No. of FoFs managed 92	Not disclosed	Not disclosed	Nil	Arpad Busson (Founder)

Location (principal office location in bold): Nyon (near Geneva), Zurich, New York, London, Paris, Amsterdam, Singapore, Gibraltar, Monaco

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20= Financial Risk Management (FRM)

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$8.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $9.0bn Percentage change ▼ 5.6%	1991 Employees 170 No. of FoFs managed Not disclosed	Diversified Sigma Equity Long-Short Credit Strategies Long Short Credit Opportunistic FCA Catalyst Principia	Diversified, Systematic Trading (CTAs), Equity Long/Short, Specialist Credit, Directional Trading Emerging Managers	Not disclosed	Blaine Tomlinson (Group CEO)

Location (principal office location in bold): London, New York, Tokyo, Hong Kong, Guernsey, Seoul, Sydney

22 Pictet Alternative Investments

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$8.2bn AUM 30 Jun 09 (US$) $7.3bn Percentage change ▲ 12.3%	1989 Employees Not disclosed No. of FoFs managed 6	Mosaic Amerosec Eurosec Asiasec	Distressed Securities, Emerging Markets, Macro, Market Neutral, Multi Strategy, Short Selling, Special Situations, Value, Event Driven, Merger Arbitrage, Long/Short Equity, CTA	$1.7bn	Nicolas Campiche (CEO) Bertrand Demole (Head of Hedge Funds) Francesco Ilardi (COO)

Location (principal office location in bold): Geneva, Barcelona, Basel, Dubai, Florence, Frankfurt, Hong Kong, Lausanne, London, Luxembourg, Madrid, Milan, Montreal, Nassau, Paris, Rome, Singapore, Tokyo, Turin, Zurich

23 Gottex Fund Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$7.92bn AUM 30 Jun 09 (US$) $8.0bn Percentage change ▼ 1.0%	1992 Employees 112 No. of FoFs managed 16	Market Neutral Fund Market Neutral Plus Fund Portable Alpha Funds Tiger Fund Multi-Asset Endowment Fund	Market Neutral Directional Portable Alpha Multi-Asset Asia	0.41bn	Joachim Gottschalk (Founder & CEO) Max Gottschalk (Senior MD), Richard Leibovitch (CIO), Bill Landes (Head of Multi-Asset Business) Kevin Maloney (Head of Risk Management)

Location (principal office location in bold): Lausanne, Boston, New York, London, Hong Kong, Zurich, Dubai, Guernsey

24 Arden Asset Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$7.6bn AUM 30 Jun 09 (US$) $8.2bn Percentage change ▼ 7.3%	1993 Employees 96 No. of FoFs managed 11	Not disclosed	Diversified, Relative Value, Even Driven, Global Macro and Equity Long/Short	Not disclosed	Averell H. Mortimer (President, CEO & Founder, Investment Committee Member), Henry Davis (MD, Investment Committee Member), Ian McDonald (MD, Investment Committee member)

Location (principal office location in bold): New York, London, Zurich and Bahrain

25= BNY Mellon Asset Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$7.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $9.4bn Percentage change ▼ 20.2%	Not disclosed Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Not disclosed	Not disclosed	Phil Maisano (Head of Alternative Investments, BNY Mellon Asset Management)

Location (principal office location in bold): Boston

25= Notz Stucki Group

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$7.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $8.0bn Percentage change ▼ 6.3%	1974 Employees 84 No. of FoFs managed 10	Haussmann Holdings DGC Pendulum Lynx	Long/Short Equity, Macro, Low Volatility Strategies, Multi-Strategy	Not disclosed	Christian H Stucki (Co-Founder) Christoph La Roch (Director)

Location (principal office location in bold): Geneva, Zurich, London, Singapore, Luxembourg

27= JPMorgan Alternative Asset Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$7.2bn (est.) AUM 30 Jun 09 (US$) $8.2bn Percentage change ▼ 12.2%	1994 Employees 75 No. of FoFs managed Not disclosed	MSF 1 MSF 2	Distressed Securities, Macro, Multi Strategy, Short Selling, Special Situations, Merger Arbitrage, Long/Short Equity, Relative Value Arbitrage, Activists, Credit	Not disclosed	Corey Case (co-Head) Paul Zummo (co-Head)

Location (principal office location in bold): New York, London, Geneva, Singapore

27= Fauchier Partners

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$7.2bn AUM 30 Jun 09 (US$) $6.1bn Percentage change ▲ 18.0%	1994 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Jubilee Absolute Return Fund Jubilee Absolute Equity Fund	Not disclosed	Not disclosed	Clark Fenton (Partner & CEO) Dan Higgins (Partner & CIO) Christopher Fawcett (Senior Partner)

Location (principal office location in bold): London, New York, Guernsey

29 Silver Creek Capital Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$7.1bn (est.) AUM 30 Jun 09 (US$) $6.8bn Percentage change ▲ 4.4%	1994 Employees Not disclosed No. of FoFs managed 20	Silver Creek Low Vol Continuation Funds Silver Creek Special Opportunities Fund	Credit, Multi-Strategy, Long/Short	Nil	Eric Dillon (CIO) Bryan Weeks (President & COO)

Location (principal office location in bold): Seattle, New York, London

30 Aberdeen Asset Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$6.0bn AUM 30 Jun 09 (US$) $6.3bn Percentage change ▼ 4.8%	1983 (FoF capability established in 1998) Employees 1850 (firm wide) No. of FoFs managed 10	Novus Global Credit Opportunities Strategy Ltd Novus Global Emerging Markets Strategy Ltd Novus Natural Resources Strategy Ltd Novus Global Special Situations Strategy Ltd	Fixed Income Arbitrage, Statistical Arbitrage, Long/Short Equity, Credit Strategies, Event Driven, Macro	Not disclosed	Not disclosed

Location (principal office location in bold): Aberdeen, London, Tokyo, Amsterdam, Brussels, Budapest, Copenhagen, Frankfurt, Geneva, Helsinki, Luxembourg

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

31 Crestline Investors

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$5.6bn AUM 30 Jun 09 (US$) $3.5bn Percentage change ▲60.0%	1997 Employees 59 No. of FoFs managed 16	Crestline Partners, L.P. Opportunity Fund Recovery Fund	Relative Value, Event Driven, Absolute Return	$5.6bn	Doug Bratton (President)

Location (principal office location in bold): Fort Worth, New York, Toronto

32 Rock Creek Group

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$5.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $5.6bn Percentage change ▼1.8%	2003 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Multi-Strategy	Not disclosed	Afsaneh Mashayekhi Beschloss (CEO & CIO)

Location (principal office location in bold): Washington, D.C.

33= AXA Investment Managers

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$5.0bn AUM 30 Jun 09 (US$) $5.1bn Percentage change ▼1.7%	2005 Employees 36 No. of FoFs managed Not disclosed	AXA Alternative Premium AXA Select Alpha AXA Alternative Asian Fund	Global Macro, Distressed Securities, Credit, Long/Short Equity, Emerging Markets	$0.377bn	Chris Manser (Global Head of Funds of Hedge Funds)

Location (principal office location in bold): London, Paris, Zurich, Hong Kong

33= EnTrust Capital

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$5.0bn (est.) AUM 30 Jun 09 (US$) $4.6bn Percentage change ▲8.7%	2002 Employees 52 No. of FoFs managed 15	Not disclosed	Multi-strategy, Diversified	$5.6bn	Gregg Hymowitz (Managing Partner) Mark Fife (Managing Partner) Michael Horowitz (Managing Partner) Jill Zelenko (CFO)

Location (principal office location in bold): New York, Washington D.C., Chicago, Boston, London

33= Lighthouse Partners

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$5.0bn (est.) AUM 30 Jun 09 (US$) $4.4bn Percentage change ▲13.6%	1999 Employees 72 No. of FoFs managed 8	Diversified Fund Credit Opportunities Fund Global Long Short Fund, Managed Futures Fund	Credit, Long/Short Equity, Diversified	Nil	Sean G. McGould (CIO) Kelly Perkins (Co-CIO) Rob Swan (COO) Scott Perkins (Managing Director)

Location (principal office location in bold): Palm Beach Gardens, FL, Chicago, New York, London, Hong Kong

36 Aetos Capital

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$4.9bn AUM 30 Jun 09 (US$) $4.0bn Percentage change ▲22.0%	1999 Employees Not disclosed No. of FoFs managed 15	Not disclosed	Multi-Strategy, Long/Short Equity	Not disclosed	Anne Casscells Michael Klein

Location (principal office location in bold): New York, Menlo Park, CA

37 The Archstone Partnerships

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$4.7bn AUM 30 Jun 09 (US$) $4.2bn Percentage change ▲11.9%	1991 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Offshore Fund Archstone Partners AP Opportunities Fund Market Neutral Fund	Multi-Strategy, Long/Short Equity	Not disclosed	Fred Shuman (Founder & Managing Member)

Location (principal office location in bold): New York

38= LGT Capital Partners

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$4.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $4.8bn Percentage change ▼6.3%	1997 Employees 62 (hedge fund side) No. of FoFs managed 24	Castle Alternative Invest, Crown Alternative Equity Crown Alternative Invest Crown Asia Pacific Balanced Crown Distressed Credit Opportunities Crown Managed Futures	Multi-strategy/Diversified, CTA/Macro, Event Driven, Long/Short Equity, Relative Value	Not disclosed	Roberto Paganoni (CEO)

Location (principal office location in bold): Pfaeffikon, Dublin, Hong Kong, London, New York, Tokyo

38= Sciens Capital Management

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$4.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $4.8bn Percentage change ▼6.3%	1994 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Dynamic Trading Fund Global Diversified Fund Samurai Fund Volatility Driven Fund	Multi-Strategy, CTA, Volatility Arbitrage, Long/Short	$2.5bn	John P. Rigas (Chairman & CEO)

Location (principal office location in bold): New York, London, Athens, Guernsey

38= Harcourt Investment Consulting

AUM 31 Mar 10 (US$)	Founded	Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
$4.5bn AUM 30 Jun 09 (US$) $3.9bn Percentage change ▲15.4%	1997 Employees 70 No. of FoFs managed 30	Belair Sustainable Alternatives	Diversified	$2.7bn	Stephan Fritz (CEO) Dr. Georg Wessling (CIO) Dr. Kurt Lambert (Founder)

Location (principal office location in bold): Zurich, New York, Stockholm, Geneva, Madrid, Hong Kong, Cayman Islands

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

41 Prisma Capital Partners

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $4.4bn AUM 30 Jun 09 (US$) $3.5bn Percentage change ▲25.7%	Founded 2004 Employees Not disclosed No. of FoFs managed 25*	Prisma Spectrum Fund Prisma Select Fund Prisma Genesis	Low Volatility	$3.3bn	Girish Reddy (Founder & Managing Partner) Gavyn Davies (Founder & Advisory Partner) Thomas Healey (Founder & Advisory Partner)

Location (principal office location in bold): **New York**, London, Louisville, KY — *Co-mingled plus separate accounts

41 PineBridge Investments

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $4.4bn AUM 30 Jun 09 (US$) Not disclosed Percentage change N/A	Founded Not disclosed Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Multi-Strategy, Strategy Specific and Customized Solutions	Nil	Robert Discolo, CFA (Managing Director, Head of Hedge Fund Solutions Group)

Location (principal office location in bold): **London**, New York

43 Neuberger Berman Group

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $3.7bn AUM 30 Jun 09 (US$) $3.8bn Percentage change ▼2.6%	Founded 1999 Employees Not disclosed No. of FoFs managed 9	Not disclosed	Event Driven, Long/Short, Multi-Strategy	Not disclosed	George Walker (Chairman & CEO)

Location (principal office location in bold): **New York**, London, Zurich, Melbourne, Hong Kong, Tokyo, Singapore, Shanghai

44 Optima Fund Management

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $3.3bn AUM 30 Jun 09 (US$) $3.3bn Percentage change 0.0%	Founded 1988 Employees 50 No. of FoFs managed 13	Optima Fund Limited	Convertible Arbitrage, Credit, CTA, Event Driven, Fixed Income Arbitrage, Long/Short Equity, Emerging Markets	$1.1bn	Dixon Boardman (Founder) Fabio Savoldelli (CIO) Geoffrey Lewis (CFO)

Location (principal office location in bold): **New York**, London, Bermuda

45 Protégé Partners

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $3.2bn AUM 30 Jun 09 (US$) $2.8bn Percentage change ▲14.3%	Founded 2002 Employees 48 No. of FoFs managed 2	Protégé Partners, LP (FOF) Protégé Partners QP Fund, LTD (FOF) Protégé Opportunistic Fund, LP (FOF) Protégé Opportunistic Fund, LTD (FOF)	Directional, Relative Value, Event-Driven	Nil	Jeffrey Tarrant (Co-founder/CEO & CIO) Ted Seides (Co-founder/Senior MD of Investments) Scott Bessent (Senior Managing Director of Investment Strategy & Research)

Location (principal office location in bold): **New York**

46 Pioneer Alternative Investments

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $3.1bn AUM 30 Jun 09 (US$) $3.7bn Percentage change ▼16.2%	Founded 1999 Employees Not disclosed No. of FoFs managed Not disclosed	Not disclosed	Long/Short Equity	Not disclosed	Alberto La Rocca (CEO)

Location (principal office location in bold): **Dublin**, New York, London, Geneva, Milan

46 Unigestion

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $3.1bn AUM 30 Jun 09 (US$) $2.6bn Percentage change ▲19.2%	Founded 1971 Employees 38 (hedge fund side) No. of FoFs managed 15	Uni-Hedge Diversified Uni-Hedge Defensive TT Horizon Tactical Trading Horizon Equity Hedge Uni-Hedge Arbitrage Uni-Hedge Commodity Alpha Horizon Credit Hedge	Diversified, Tactical Trading, Arbitrage, Equity Hedge, Credit Hedge	Nil	Bernard Sabrier (Chairman) Patrick Fenal (CEO) Philippe Gougenheim (Head of Hedge Funds)

Location (principal office location in bold): **Geneva**, London, New York, Paris, Singapore, Guernsey

48 Liongate Capital Management

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $2.8bn AUM 30 Jun 09 (US$) $2.1bn Percentage change ▲33.0%	Founded 2003 Employees 46 No. of FoFs managed 4	Liongate Multi-Strategy Fund Liongate Select Fund Liongate Defensive Fund Liongate Commodities Fund	Multi-Strategy, Market Neutral, Commodities	Nil	Randall Dillard (Co-Founder and CIO) Jeff Holland (Co-Founder) Ben Funk (Head of Research)

Location (principal office location in bold): **Geneva**, London, Paris

49 Cadogan Management

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $2.7bn AUM 30 Jun 09 (US$) $3.6bn Percentage change ▼25.0%	Founded 1994 Employees 62 No. of FoFs managed Not disclosed	Cadogan Alternative Strategies Trust	Credit, Dedicated Short Bias, Distressed Securities, Diversified, Event Driven, Long Bias, Long/Short Equity, Multi-Strategy, Opportunistic	Not disclosed	Stuart Leaf (Executive Chairman & Founder) John Trammell (CEO) Paul Isaac (CIO)

Location (principal office location in bold): **New York**

50 Gems Advisors

AUM / Founded		Sample fund name(s)	Key strategies utilised	Advisory (US$)	Founders/principals
AUM 31 Mar 10 (US$) $2.6bn AUM 30 Jun 09 (US$) $2.9bn Percentage change ▼10.3%	Founded 1987 Employees 56 No. of FoFs managed Not disclosed	Gems Low Volatility Gems Recovery Gems Perennial Gems Global	Multi Strategy, Relative Value, Distressed, Credit, 'Best Ideas', Multi-Strategy including Macro, Deep Value, Equity Long/Short	Not disclosed	Miguel Abadi Dr David Goldfarb

Location (principal office location in bold): **Nassau**, London, Tel Aviv, Buenos Aires, Sao Paolo, Singapore

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国多赢对冲投资

在中国大陆金融市场上，监管机构的法规中一直对另类投资有“另册”和“禁止”的显规则。持牌机构或者说合法经营的金融机构远没有办法设立纯粹的对冲基金或对冲基金的基金。除此之外，由于中国的金融市场还在发展之中，许多复杂的金融工具尚未出现。这也限制了纯粹意义上的对冲基金在中国的发展。纯粹意义上的对冲基金在目前的中国还是不存在的，但是广义的另类投资早已在中国生根发芽、茁壮成长。虽然中国的资本市场才只有 20 年的发展历史，但我们已经可以在中国本土的信托机构和私募机构中，看到多赢对冲投资这一国际领先投资技术的身影。

自从 2004 年华安基金联合上海国际信投，引入上海证大投资管理有限公司管理的杠杆化基金中的基金的信托产品，国内多赢对冲策略在机构投资者中首次公开化、合法化。笔者当时是这一产品的“助产士”，因此对这一创新印象颇深。在此之后，银行理财产品、保险产品相继推出了基金中的基金的多赢策略非对冲产品。它们已经具备了资本多样化的多赢特征，但是由于制度约束，还不具备套期保值的风险对冲特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年阳光私募行业年度报告

阳光私募行业发行产品分析

阳光私募行业对于中国的多赢对冲来说有着重要的意义，因为这里是多赢对冲这一投资模式的素材之源和灵感之源。从2009 年开始，中国的阳光私募行业经历了从无到有、从发展到繁茂的历程。这也让人们清晰地看到，在不久的将来，多赢对冲投资将在阳光私募的土壤中结出丰硕的果实。

从产品发行数量来看，截至 2010 年 12 月 31 日，证券投资类信托产品共 1 592 只，其中结构化产品 673 只，占总发行产品数的42.3%；非结构化产品 919 只，占总发行产品数的 57.7%。现仍处于存续中的产品数为 1 241 只，其中结构化产品 417 只，占存续产品数的 33.6%，而非结构化产品为 824 只，约占存续产品数的66.4%。2010 年度新增产品数 647 只，其中结构化产品占比近41%，非结构化产品为 59%。

从产品发行数量走势来看，在阳光私募信托产品成立之初到2006 年，产品发行较少，每月平均发行数不到 2 只，在为数不多的产品中，以发行结构化产品为主。然而从 2006 年开始，随着市场的不断认可，阳光私募每月发行产品数不断增加，在 2008 年的第一季度之前，阳光私募信托产品发行已经初具规模，期间平均每月发行数将近 14 只，并且该阶段非结构化产品的发行已经占据主要地位。但是由于 2008 年全球性金融危机的影响，股市一度低迷，阳光私募行业发展也陷入小型的低谷期，这一阶段产品的发行数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有所下降。然而，随着2009年小牛市的到来，阳光私募行业进入高速发展阶段，在2009年的第二季度到第三季度平均每月发行产品数达到46只，而在2009年6月单月产品发行数达到82只。在此之后，阳光私募信托产品的发行一直呈稳步上升趋势，并延续至今。

阳光私募行业清算产品分析

截至2010年末，在已结束的344只产品中，结构化产品占已结束产品数的73.0%，而非结构化产品仅占27.0%，即在2010年度清算的阳光私募信托产品中，半数以上是结构化产品。分析其可能原因主要包括以下几点：

1. 小牛市非结构化产品业绩表现较优。截至清算日期，非结构化产品获得正收益的比例要高于结构化产品。具体来看，已结束的93只非结构化产品中，在清算年度获得绝对正收益的产品约占总清算产品数的8%，而结构化产品仅占4%，非结构化产品投资业绩整体上优于结构化产品，所以非结构化产品数发行增多一定意义上可能源于投资者对业绩要求的提高，这也是非结构化产品发行数增多的主要原因之一(见表1、表2)。

表1 截至2010年末非结构化产品清算情况

信托名称	信托公司	信托类型	绝对收益(%)	成立日期
中睿合银1号	中融信托	非结构化	20.42	2009-08-03
红宝石系列	上海信托	非结构化	5.87	2009-07-30
策略大师	重国投	非结构化	4.16	2009-03-02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

信托名称	信托公司	信托类型	绝对收益(%)	成立日期
江平超级价值	中信信托	非结构化	2.59	2009-05-11
中银专户	国投信托	非结构化	2.37	2009-05-27
长城富利07	北方信托	非结构化	1.96	2007-12-17
融通1号	中融信托	非结构化	0.62	2009-08-14

数据来源：朝阳永续-中国大额投资者家园(www.go-goal.com)。

表2 截至2010年末结构化产品清算情况

信托名称	信托公司	信托类型	绝对收益(%)	成立日期
混沌二号	华宝信托	结构化	30.39	2008-12-15
麟益1期	中信信托	结构化	17.44	2010-01-04
浦江之星	中海信托	结构化	13.99	2010-04-01
天润一号	山东信托	结构化	10.96	2009-11-10
金福四号	北方信托	结构化	6.61	2009-06-26
保利来	昆仑信托	结构化	4.99	2009-05-08
汇富3号	外贸信托	结构化	4.59	2009-03-26
合赢2结构式	华润信托	结构化	3.83	2008-12-10
鑫缘1号	中诚信托	结构化	2.76	2009-05-12
联合券价值	山东信托	结构化	2.28	2009-03-23
国泰君安套利	外贸信托	结构化	1.77	2009-04-22
混沌一号	华宝信托	结构化	1.72	2008-10-13
国泰君安套利	外贸信托	结构化	1.71	2009-04-10
蓝宝石系列	上海信托	结构化	0.87	2009-02-09
仁和汇金二号	山东信托	结构化	0.47	2009-03-05
合赢结构式	华润信托	结构化	0.31	2008-08-18

数据来源：朝阳永续-中国大额投资者家园(www.go-goal.com)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 从发展历程来看,结构化产品是近年来海外市场发展较迅速的一种金融产品,但是对于国内投资者来说还比较陌生,国内相关机构对该产品认识仍然停留在低水平,对结构化产品的设计原理、定价方法以及风险对冲缺乏研究。而非结构化产品已经经过了较为成熟的发展阶段,所以这可能是另一可能原因。

3. 从产品特征来看,截至清算日期,在已清算的产品中,结构化产品的募集规模一般大于非结构化产品,所以募集的范围可能较非结构化产品更小一些。从这个层次分析,也是造成非结构化产品增长较快的一个客观原因(见表 3)。

表 3　截至 2010 年末清算产品对比情况

非结构化产品	发 行 规 模	结构化产品	发 行 规 模
中睿合银 1 号	3 310 万元	混沌二号	7 209 万元
红宝石系列	—	麟益 1 期	7 500 万元
策略大师	5 000 万元	浦江之星 37	11 100 万元
江平超级价值	—	保利来	5 000 万元
中银专户	—	汇富 3 号	7 341 万元
长城富利 07	4 799 万元	联合证券价值	4 500 万元
瑞智一期	3 200 万元	混沌一号	6 000 万元
—	—	国泰君安套利	14 400 万元
—	—	合赢结构式	6 000 万元

数据来源：朝阳永续-中国大额投资者家园(www.go-goal.com)。

阳光私募行业发行规模及参与群体

从阳光私募信托产品募集规模来看,截至 2010 年末总发行产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品当前规模约为 1 399 亿元，与发行规模相比，增长近 200 亿元。另外，存续中产品当前规模也呈现同样大的增长幅度。目前，阳光私募信托产品的募集规模已远远超过千亿水平。就产品类型分开来看，累计发行产品中非结构化产品规模约占总规模的 54.7%，结构化产品约占 45.3%，现存续产品也呈现一致的比例趋势。另外，2009 年以来，由于非结构化产品的绝对收益率普遍高于结构化产品，所以整体上看，非结构化产品无论是发行规模还是当前规模都高于并快于结构化产品的发展。从产品募集规模年度走势来看，产品发行规模与发行数量呈现同样的走势。在 2006 年之前募集规模较小，平均每年度募集规模不到 20 亿元。在 2006—2008 年之间，平均每年度发行规模已过百亿，但是由于全球性金融危机的爆发，产品发行规模在有所增加的同时，仍然受到市场不同程度的限制，所以增长速度偏缓。然而在 2008 年之后，阳光私募信托产品的发行规模直线上升，在 2010 单年度产品发行规模达 505 亿元之多。

除此之外，截至 2010 年 12 月 31 日，发行阳光私募信托产品的投资顾问机构达到 482 家，2010 年度新增 144 家，发行阳光私募信托产品的信托公司达到 42 家，2010 年度新增 2 家，与 2009 年相比都有了不同程度的增长。所以，从参与群体不断扩大的角度也可以看出阳光私募行业的发展现状比较乐观。

阳光私募行业投资业绩

截至 2010 年 12 月 31 日，阳光私募信托组非结构化产品年度收益率排在前三名的是世通资产的世通 1 期、泽熙投资的泽熙瑞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金 1 号及西域投资的西域光华 59，本年度收益率分别为 92.66%、71.35%、50.92%。2010 年度排在第一名的世通 1 期与 2009 年以 192.57%的年末收益率排在首位的新价值 2 期相比还是存在较大的差距。除此之外，截至 2010 年 12 月 31 日，年度收益率在 30%以上的信托非结构化产品仅有 32 只，而 2009 年年收益率在 30%以上的非结构化信托产品有 171 只。另外，2010 年度取得正收益的非结构化产品占存续产品数的 66.50%，而 2009 年度该占比达到 92.77%。所以整体上看，2010 年度非结构化产品的投资业绩差于 2009 年(见表 4)。

表 4　2009 年与 2010 年阳光私募信托非结构化产品排名前二十位年度收益率对比

基金名称	2010 年度收益(%)	成立日期	基金名称	2009 年度收益(%)	成立日期
世通 1 期	92.66	2008-02-18	新价值 2 期	192.57	2008-02-19
泽熙瑞金 1 号	71.35	2010-03-05	晋龙一号	162.12	2007-08-28
西域光华 59	50.92	2010-08-30	新价值 1 期	156.47	2007-11-15
隆圣精选	50.19	2009-04-30	景良能量 1 期	144.89	2008-03-04
华宝 1 号	47.80	2009-09-28	开宝 1 期	143.68	2007-11-19
从容医疗 1 期	46.83	2010-06-30	尚雅 4 期	139.25	2008-02-18
理成风景 2 号	44.71	2009-09-15	海洋之星 1 号	136.71	2007-09-30
尚雅 5 期	44.38	2009-04-23	宏利 2 期-龙赢	135.24	2008-06-02
德源安战略成长 1	42.92	2009-05-27	尚雅 3 期	134.46	2007.12.03
瑞天价值成长	39.95	2008-07-07	美联融通 1 期	122.61	2007-10-30
和聚 1 期	39.51	2009-07-14	瑞象丰年	121.59	2007-12-27
混沌 2 号	38.82	2009-06-22	淡龙泉成长一期	121.03	2007-09-06

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

基金名称	2010 年度收益(%)	成立日期	基金名称	2009 年度收益(%)	成立日期
展博 1 期	38.77	2009-06-15	淡水泉 2008	121.02	2008-02-05
铭远二期	38.71	2010-01-31	新价值 3 期	120.89	2008-02-15
铭远巴克莱	37.37	2008-08-21	翼虎成长一期	111.59	2008-03-12
泽熙 2 期	36.95	2010-06-11	广金成长	111.11	2007-12-25
联合 2 号	36.69	2008-02-13	混沌 1 号	110.88	2008-10-21
彤源 2 号	35.73	2009-10-30	龙腾证券	110.38	2008-01-23
尚雅 7 期	35.07	2009-06-29	龙鼎 1 号	107.65	2008-07-18
泽熙 3 期	34.49	2010-07-07	向日葵 1 号	103.79	2008-04-22

数据来源：朝阳永续-中国大额投资者家园(www.go-goal.com)。

阳光私募信托组结构化产品年度收益率排在前三名的是彤源投资的浦江之星 6 号、浦江之星 28 号及聚益投资的聚益 1 期，本年度收益率分别为 72.52%、63.76%、57.40%。2010 年排在私募信托组第一名的浦江之星 6 号与 2009 年以 71.78%的收益率排在首位的大臧金-瑞华三期相比，略显胜态。另外，2010 年结构化产品的前 20 名平均收益率为 41.02%，高于 2009 年平均收益率近 8 个百分点。所以整体来看，2010 年度阳光私募信托组结构化产品投资业绩优于 2009 年同期业绩。

信托理财的全新平台：有限合伙企业

PE 有限合伙形式走进信托

信托公司是高净值人士资产管理的重要平台，而私募股权投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

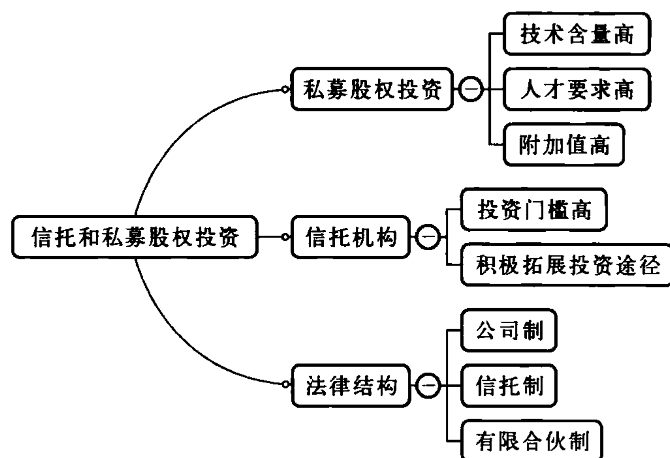


图 1　信托和私募股权投资的特点和法律结构

资(PE)则是国际市场上另类投资的重要形式。信托公司借助 PE 这一种技术含量高、附加值高的另类投资产品,为高净值人士进行保值、增值的服务是一种水到渠成、双赢互惠的逻辑。

目前国内 PE 可以采用的法律结构主要是公司制、信托制和有限合伙制。三者各有优、劣势,当前采用较多的是有限合伙制。信托公司开展 PE 业务有两种模式:一是募资,二是自主管理。PE 属于高端投资产品,一方面对于投资者的资金实力有要求,另一方面对于管理者的投资能力也有要求。

2010 年 8 月 27 日,顺网科技登陆深交所创业板挂牌交易,发行价为 42.98 元/股,发行市盈率为 82.65 倍。时间回溯到两年前,2008 年 9 月 28 日,沃美投资管理有限公司透过其全资子公司盛凯投资,以 1∶1 的价格受让杭州顺网科技有限公司 100 万元出资额,占股 10%。盛凯投资目前持有顺网科技 440.593 3 万股,占发行后总股本 7.34%,以发行价 42.98 元/股计算,账面退出金额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为18 936.70万元，退出回报率高达188.37倍。

IPO(Initial Public Offerings，首次公开募股)是企业财富实现几何递增的历史性时刻，在这一过程中，在其背后的PE(私募股权投资)机构也成功实现了资本的增值与退出。CVSource最新的数据显示，2010年第二季度实现IPO的中国企业涉及14个行业，投资机构通过企业IPO，实现退出的案例达75起，IPO平均投资回报率为13.21倍，环比大幅上升41.1%。其中，数码视讯IPO后启迪创投的退出、海普瑞IPO后高盛的退出，以及和而泰IPO后力合创投和达晨创投的退出，三家投资机构的回报率分别达到190.60倍、130.09倍和88.29倍。

巨大的潜在回报使PE越来越为投资机构和投资者所关注，众多的新老PE机构上演了一场“全民PE”的盛宴。

信托公司开展PE业务水到渠成

信托公司是典型的高端财富管理机构，PE是典型的高端投资产品，信托公司开展PE业务实至名归。一些信托公司已经参与PE业务，越来越多的信托公司也正在筹划进入此领域。

信托公司参与PE业务，既是业务需要，也是顺应政策导向。越来越多的信托公司不再满足于仅仅栖身在固定收益类产品(如目前盛行的房地产信托)这片“红海”之中，而是积极投身PE业务这片“蓝海”；从旁观者的角度看，银行理财业务这棵树一度枝叶茂盛，但在过去几年被修剪了多次，私人银行层面的PE业务始终幸免。这起码表明了监管层对PE业务在高端财富管理层面开展的认可态度。最近监管部门对银行PE业务的关注，只是对此业务的进一步规范，而不是否定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资有个简单的法则：熊市进，牛市退。这是说投资时机的选择。“牛熊”并不仅指股市周期，也指经济周期。2008 年金融危机到今天仍在继续，在经济低谷时期，企业的估值会相对较低，此时进行投资，未来获取较高回报的机会更大一些。

PE 法律结构的合理选择

目前国内 PE 可以采用的法律结构主要是公司制、信托制和有限合伙制。三者各有优、劣势，当前采用较多的是有限合伙制。

公司制

公司制作为 PE 的设立方式，最早出现于 20 世纪 40 年代的美国。

公司制 PE 的优势很明显。首先，公司制 PE 具有良好的稳定性；其次，公司制 PE 对于管理人承担的管理责任有着相对严格的规定。

公司制 PE 的税收是一个严重影响其发展的问题。对于 PE 投资机构来说，税收其实是相当优惠的。相关的政策支持包括：《关于企业股权投资业务若干所得税问题的通知》、《关于外商投资创业投资公司缴纳企业所得税有关税收问题的通知》、《创业投资企业管理暂行办法》、《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》、《关于企业所得税若干优惠政策的通知》、《关于实施创业投资企业所得税优惠问题的通知》等。

但即使有这么多税收上的优惠政策，双重征税仍是目前无法逾越的障碍。对于 PE 机构和投资者，除了 PE 主体缴纳所得税，投资者从 PE 基金取得的股息、红利所得还要缴纳所得税。

目前存在的公司制 PE 基本上是《合伙企业法》出台之前的产物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信托制

信托制 PE 是指信托计划作为投资主体，直接进行私募股权投资。

信托制 PE 在税收上有巨大的优势。一直以来，信托产品的税收问题始终悬而未决，所以在实践中信托模式下的投资往往可以避免税收，这包括信托制 PE。

但信托制 PE 的致命问题是目前无法实现 IPO 退出。证监会明确拒绝存在信托持股的企业的 IPO 申请。个中原因有多种说法：一是证监会认为信托持股突破了《公司法》对股东人数的限制，违反证券法对公开发行证券的规定；二是信托公司作为受托人要为受益人的相关情况保密，这与资本市场的信息披露原则有冲突；三是信托登记制度的缺失，使得信托公司作为企业上市发起人股东无法确认其代持关系。另外，监管部门还有这样的担心：信托公司可以在不改变股东身份的情况下，通过受益权转让实现上市公司股份的事实转让，解除诸如股份锁定之类的限制。

从国内 PE 退出的实践来看，绝大部分是 IPO。所以，除非不以上市退出为目的，否则信托制 PE 尚无生存的基础。一些信托公司的“剑走偏锋”之举，是寻找其他自然人或机构代持股份。当然，这种方式有被查处的风险，所以目前不少信托公司以 LP 的身份加入合伙企业(后面将详述)。

有限合伙制

有限合伙制 PE 相对于公司制 PE，避免了双重纳税的问题；相对于信托制 PE，不存在上市退出障碍。所以，有限合伙制的优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是比较明显的，这也是其成为目前主流的 PE 法律结构的主要原因之一。更为关键的原因是：有限合伙制下，GP 和 LP 的权责分明，避免了公司制下群体决策的弊端。

原本有限合伙制 PE 的税收相比公司制和信托制是存在劣势的，但各地方对创业投资有独特的优惠政策，比如天津就是很典型的例子。对于普通合伙人来说，地方上的优惠政策减掉了相当大一部分税负，而且双重征税的问题是不存在的。按照《合伙企业法》规定，有限合伙制创投企业所产生的收益，应当由其自然人投资方和法人投资方按照各自所分得的收益，分别缴纳个人所得税和企业所得税。这就避免了双重征税的问题。以上综合来看，有限合伙制 PE 在税收上是具有优势的。

在治理结构上，因为 GP(General Partner，普通合伙人)负责投资管理事务的执行，拥有很大的自主权，LP(Limited Partner，有限合伙人)不参与合伙企业的管理事务。所以，众多 PE 机构倾向于设立有限合伙制 PE。但现实中会出现 LP 插手 PE 管理事务的情况，这跟国内目前尚未形成统一的对有限合伙制的认识是有关的。个别 LP 会认为：既然我出钱了，我就有权利随时插手 PE 事务。成熟的有限合伙制理念还需要时间来被大家接受。

信托公司 PE 业务的现状

前面简述了 PE 在国内的三种主要法律结构。信托公司开展 PE 业务有两种模式：一是募资，二是自主管理。有人将这两种模式分别比喻为借船和造船，这个比喻挺恰当的。募资模式下，信托公司只是作为融资渠道；自主管理模式下，信托公司还担当 GP 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

角色。信托公司选择何种模式，主要取决于其是否具备股权投资能力。

虽然监管层对信托公司开展 PE 业务是支持的态度，在 2008 年 6 月底下发了《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》，但此指引可操作性较弱。由于前面提到的信托制 PE 的诸多限制，目前信托制 PE 的发展并不理想。

目前有不少信托公司在使用一种较新的模式，即融合了信托制与有限合伙制两种法律结构，由信托公司募集客户资金成立集合信托计划，集合信托计划作为 LP 进入有限合伙企业，有限合伙企业进行私募股权投资。

“信托＋有限合伙”模式充分利用了节税、便捷的优势

《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》对信托制 PE 的开展有诸多要求，比如要求信托公司而不是投资顾问来管理事务。对投资顾问的资质也有较高要求。这些都抬高了信托公司开展 PE 业务的门槛。而通过作为 LP 参与有限合伙企业进行 PE 投资，门槛大大降低。

除了少数有实力的 PE 机构外，众多新晋的 PE 机构尚无历史业绩，投资者难以信赖他们，这就需要借助具有市场公信力的机构来完成募资。信托公司无疑是选择之一。通过信托计划的平台完成募资，然后聘请投资机构作为投资顾问，或者共同成立有限合伙企业。这样，不具备 PE 投资能力的信托公司担任 LP 的角色，具备 PE 投资能力的投资机构担任 GP 的角色，各取所长，各司其职。

“信托＋有限合伙”模式的节税优势明显。如图 2 所示，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于未上市企业的回报，有限合伙企业本身是不需要纳税的，GP 和 LP 各自纳税。作为 LP 的信托计划在实际中因为没有可执行的规定而无需纳税。如果投资人是自然人的话，在实际中也是无需纳税的。所以，整个流程看下来，对于自然人投资人来说，其投资资金不存在需要纳税的环节。

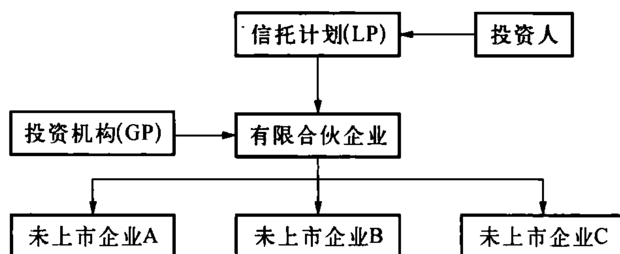


图 2 “信托＋有限合伙”模式的 PE(简图)

虽然存在前面所说的税负优势，但对于投资者来说，却存在双重收费(管理费等)的问题。有限合伙企业的 GP 会收取一次管理费，信托计划也要收取一次管理费。投资者担心这样是不是加大了费用负担，从而减少了最终得到的收益。根据实践，一般来说，只要 ROE(Return on Equity，股权收益率)高于 4%，双重缴费就比双重缴税划算。对于运作成功的 PE 来说，高于 4%的 ROE 不是个问题。

“信托＋有限合伙”模式下的 PE 基本不存在 IPO 障碍。因为待上市企业的股东体现的是有限合伙企业，而不是信托。除非证监会对股权关系“严查到底”，否则，信托参与其中不会影响到 IPO。目前业内对此尚不存在担忧。

虽然当初证监会的决议让信托被阻隔在了企业 IPO 的大门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之外，但是信托从来不曾放弃对企业 IPO 这一资本市场“圣杯”的追逐。在漫长的探索和等待之后，信托期望借助合伙企业这一形式，参与 PE 和 IPO 的巨大市场。无论站在上市企业还是普通投资者的角度，更多有资质、有能力、有眼光的资金进入市场、增强流动性，都是推动市场发展、促进市场成熟的双赢之道。

多赢对冲投资的中国模式：TOT

TOT(Trust of Trusts)的诞生

中国的阳光私募行业发展迅速，各家私募之间的业绩和风格也表现出了明显的分化。2009 年，证监会叫停了证券信托账户的开户；与此同时，信托公司则根据欧美发展了 30 余年的“对冲基金中的基金”这一模式，并结合中国的国情，开发出了 TOT 这一全新的投资产品。TOT 的组织结构见图 3。

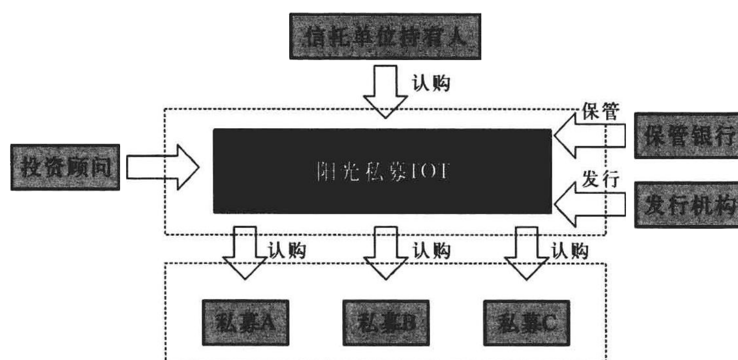


图 3　TOT 的组织结构

简单地说，TOT 产品是一个投资于多个证券信托的信托平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台，它由信托公司募集资金，由信托公司的 TOT 管理人筛选优秀的阳光私募基金经理，通过分散化投资来降低市场的系统性风险，进而提高投资收益。这种起源于欧美的投资模式，一方面消化了目前市场上无处可去的流动性，另一方面则增强了阳光私募之间的竞争，提高了市场的有效性和成熟度（见图 4）。

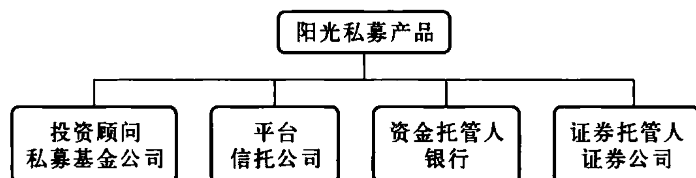


图 4　阳光私募的结构

在平安信托发行了第一只 TOT 产品之后，邮政储蓄银行和光大银行紧随其后，在 2009 年下半年内分别发行了“邮储金种子精选投顾”和“光大阳光私募宝”两款 TOT 产品。这两款由银行主导的 TOT 产品，基于银行内部已有的高端客户理财产品，为高净值的客户寻找风险可控同时收益更大的投资标的。银行完成募集基金的募资后，再经由信托公司投资阳光私募。银行的客户资源、信托的发行平台和阳光私募的投资能力，通过 TOT 这一模式得到了有机的结合，使得客户和金融机构形成了稳定的双赢。

2009 年 11 月，华润信托通过“华润信托托付宝 TOF”也走入了 TOT 的市场。华润开发的 TOF 产品完全经由华润信托发行和管理，华润信托将募集资金投资于自身平台上已有的证券信托产品。这一基于已有证券信托产品的二次开发，在实现了风险分散的前提下，也实现了对不同层次客户的价值细分。此外，TOF 比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TOT 有着更大的筛选半径，它不仅投资于阳光私募，还将眼光投向了 ETF 和其他公募基金。

在 2009 年的艰苦创新之后，TOT 产品先进的投资理念和操作模式逐渐被投资者接受。在 2010 年，有前瞻性的金融机构纷纷加入 TOT 产品开发和销售的队伍之中。至今，已有多家银行、信托公司和第三方投资顾问主导发行了 TOT 产品。

TOT 产品的优点分析

与普通阳光私募相比，TOT 产品有四大优点：

(1) 风险对冲、稳定业绩。投资 TOT 意味着比选择单一私募所覆盖的股票标的更多，投资标的更加分散和多样化。通过将资金分散于多家阳光私募，TOT 能够有效地降低股市的系统性风险。欧美对冲基金的出色业绩，很大程度上源自它们将风险对冲作为基金运作的第一原则。

(2) 调整投资的便利性。在传统的私募投资模式中，投资者的资金在一家阳光私募中，当投资者想要转移资金或者调整资金比例，就需要支付交易费用和税款。对于投资者来说，这是时间和金钱上的双重浪费。相比于此，通过 TOT 产品，资金的调整由产品经理人来完成，并不会产生相关的费用。这对于时间宝贵的投资者而言无疑是种显著的优势。

(3) 简化投资过程。由于金融产品的抽象性和复杂性，大多数投资者并没有足够的时间去了解私募的运作，而阳光私募之间的质地差异则更难以把握。在这样一种情况下，投资阳光私募是费力劳神又潜藏风险的。反之，通过 TOT 产品这样一个平台，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者不仅可以借助TOT产品经理来作出专业判断，更可以在其专业的操作中理解投资的思路，加强投资的认识。

(4) 进入封闭明星私募的渠道。由于其出色的业绩，总是有更多的资金想要进入已经封闭的阳光私募。在一般情况下，普通投资者没有途径进入已经封闭的私募，但是通过TOT的专业化网络，投资者参与已经封闭的明星私募也成为可能。

同样，TOT也存在一些缺点：

(1) 双重收费。母基金和阳光私募基金的管理者都要提取一部分管理费用，提高了投资者参与TOT产品的成本。但是，鉴于TOT的经理人和阳光私募的经理人都为投资者付出了专业的智力劳动，双重收费换来的是双重服务，这一缺点也是可以理解的。

(2) TOT产品和阳光私募产品在中国都处于萌芽期，经理人在投资能力上有着明显的分化，而整个私募行业的波动性也较大。私募行业的差异化和波动性，加上TOT产品的陌生，普通投资者如何在众多TOT产品间作出选择就成了一道难题。

已发行的TOT产品及分类

经过2009年的创新冲击，TOT产品逐渐被投资者接受，进入2010年，有关机构纷纷加入TOT产品开发和销售的阵营。至今，已有多家银行、信托公司和第三方投资顾问主导发行了TOT产品。

按照实际发行主体的不同，TOT可以分为银行系TOT、信托系TOT和投顾系TOT三类。顾名思义，银行系TOT即为实际的投资决策人为银行的TOT产品，信托系TOT属于信托公司决定投资组合的产品，而投顾系TOT的投资决策意见由投资顾问提出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照法律结构上的区分，目前中国资产管理市场的TOT产品可以分为银行理财产品和信托产品两类。银行理财产品类的TOT如光大银行的“阳光私募组合宝”和邮政储蓄银行的“邮储金种子优选投顾”；在形式上，它是银行发行的理财产品，产品的运营管理需遵守银行理财业务的相关法规，投资门槛和投资者人数与集合信托产品也有所不同，但在实质上它仍采用了TOT的管理模式。

按照管理策略上的区分，目前的TOT产品可以划分为主动管理型产品和被动管理型产品两类。

TOT投资管理的特点

被动管理型产品（见表5）

被动管理型产品一旦选定子信托的投资顾问，母信托保管理人基本不会改变投资目标。目前，银行主导发行和平安信托所管理的系列产品都属被动管理型产品。

表5　被动管理型TOT投资方向

产品名称	发行主体	投资目标
光大银行阳光私募宝	光大银行	星石、尚雅、民森、从容、涌金
中银国际证券精英会	中国银行	从容、星石、武当、民森、重阳、涌金、朱雀、尚雅
金种子优选投顾人民币理财计划	邮政储蓄银行	国信证券、星石、朱雀、微风无边、智德、瀚信
招商银行汇聚成长1期	招商银行	新价值、金中和、汇利、尚雅、瀚信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

产品名称	发行主体	投资目标
中国工商银行	工商银行	朱雀、尚雅、汇利
金牛精选1期TOT	农业银行	新价值、鼎锋、尚雅
黄金组合1期	平安信托	投资精英之星石、投资精英之朱雀、投资精英之淡水泉
黄金组合2期	平安信托	投资精英之星石、投资精英之朱雀、投资精英之汇利
双核动力1期	平安信托	投资精英之朱雀、新价值成长
双核动力2期	平安信托	投资精英之朱雀、投资精英之智德
弘酬优选4期	弘酬投顾	新价值、弘酬、汇利、源乐晟

资料来源：融智评级；私募排排网。

这类产品在管理上有如下特点：

（1）募集规模大。得益于银行强大的渠道力量，多家银行主导开发的TOT产品都达到了10亿元以上的规模。目前规模最大的是招商银行的汇聚成长1期，管理资产达17亿元。

（2）管理相对简单。一旦选定子信托，产品组合基本不作调整，对子信托投资顾问的持续跟踪也较少，日常的管理成本较低。

（3）费用相对较低。相对于目前市场新兴的阳光私募与投资顾问，国内的银行处于明显的强势地位，拥有较强的议价能力。在TOT产品上，银行主要的盈利来源不是发行费用报酬，而是从信托投资顾问处分得的业绩提成，因而在母信托层面，一般不会再提取业绩提成。

（4）产品定位含混。母信托仅扮演集合资金的角色，作为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个产品而言，它的投资目标、市场定位、风险设定都缺乏明确设定。这是由于信托业对于私募投资产品的经验不足，并且私募和信托也都在探索生存策略。

(5) 私募筛选不深入。由于银行对私募基金的了解不够充分，在产品开发时所收集的信息仅集中在知名度最高的几家私募。但这一策略还有待改进，因为市场知名度高的私募未必业绩就好，而且市场的人才流动很快，选择这样的投资目标未必能保证母信托的开发质量。另一方面，先开发的 TOT 所选的子信托知名度会更高，后期开发的 TOT 重复选择该产品的可能性更高，最终导致银行系 TOT 业绩平庸。

主动管理型产品

主动管理型 TOT，是根据基金经理对子基金盈利能力或对未来市场趋势的判断，不断调整投资目标和投资比例的组合产品。这类 TOT 的优势是真正实现了双重的优化组合，更利于控制系统性风险，但是这类产品管理成本较高，母信托的投资顾问一般会加收一部分业绩提成。

TOT 产品的业绩

虽然已有多只 TOT 上市，但是多数产品是在近期成立的，某些产品还处在封闭期，业绩尚未公开披露。目前为止，TOT 产品表现稳健，主要特点如下：

(1) 绝大多数产品都实现了正收益。表 3 给出了我们所统计到的 TOT 产品成立以来的累计收益。截至 2010 年 12 月末，绝大多数产品都实现了正收益，仅仅 2010 年 11 月以后成立的几只产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品受市场波动影响，至今收益仍为负值。32 只业绩可得的产品中，有 20 只产品的累计收益超过了同期的市场水平。

(2) 长期业绩显著优于市场。首先，四只历史业绩期限超过一年的产品的业绩明显好于市场平均水平；其次，在下跌的市场环境下，两个产品的净值下跌风险也显著低于阳光私募平均水平。

表 6　典型 TOT 业绩指标(12 个月)

产品名	月均收益	波动率	下行风险	夏普比率	索提诺比率	上行捕获率	下行捕获率
东海盛世 1 期	1.18%	2.47%	0.97%	39.95%	99.53%	43.57%	1.02%
阳光私募基金宝	0.24%	3.05%	1.75%	1.62%	1.63%	48.40%	30.27%
金种子优选投顾	0.30%	5.35%	2.73%	2.05%	3.25%	-0.27% *	-4.78% *
金鼎 1 期	0.75%	3.38%	0.69%	16.59%	78.17%	42.28%	12.25%
对冲基金指数(RZHFI)	0.59%	2.88%	1.41%	14.06%	27.35%	40.43%	16.63%
沪深 300 指数	-0.80%	8.28%	4.49%	-11.92%	-17.81%	n/a	n/a

(3) 主动管理型产品业绩优于被动管理型产品。东海盛世 1 期和另外三只产品恰好属于不同管理类型。通过表 6 的数据，我们已经看出，东海盛世 1 期不论是取得盈利的能力，还是抵御下行风险的能力，甚至控制总体波动的能力都强于其他三只产品，其风险调整后收益更是另外三只产品的 2 倍多。这些指标优势的直接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果，就是产品的累计净值的走势和终点的差异。

（4）TOT 总体管理水平有待提高。总体上看，TOT 产品的业绩表现较好，以平安财富·东海盛世 1 期为例，与一般阳光私募基金相比，它的 1 年期风险调整后收益处于 313 只产品中的第 64 位，表现尚可。但是，毕竟 TOT 产品的发展历史才只有短短两年，行业发展处于萌芽时期，产品管理人在职业操守和专业技能上有着较大差异。观察中国金融市场的发展规律，随着市场和行业的发展、TOT 管理经验的不断积累和管理方法的逐步完善，TOT 投资顾问的管理水平将不断提高。

TOT 模式的发展前景

TOT 产品是 FOHF 在国内的表现形式，因而 FOHF 产品在海外成熟市场的发展路径和经历可以成为我们预测未来的 TOT 市场的依据。

截至 2009 年 9 月，全球 FOHF 管理规模达到 5 000 亿美元，约为共同基金管理规模(111 200 亿美元)的 4.5%。由于 TOT 模式进入中国仅有两年时间，TOT 的资产管理规模仅占传统公募基金资产管理规模的 0.028%。从这巨大的反差之中，我们可以判断 TOT 市场有着广阔的发展前景。

更重要的是，海外 FOHF 市场不论产品数量还是管理规模都保持了高速增长，逐渐得到了传统机构投资者的青睐，正在从共同基金和对冲基金的传统投资领域中争取更大的市场。

截至 2009 年 12 月 31 日，据 IFSL 估计，全球对冲基金中的基金的数量为 3 000 只。从 1969 年的第 1 只 FOHF 到 2009 年的第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 000 只 FOHF，对冲基金中的基金产业的年复合增长率高达 22%（见图 5）。

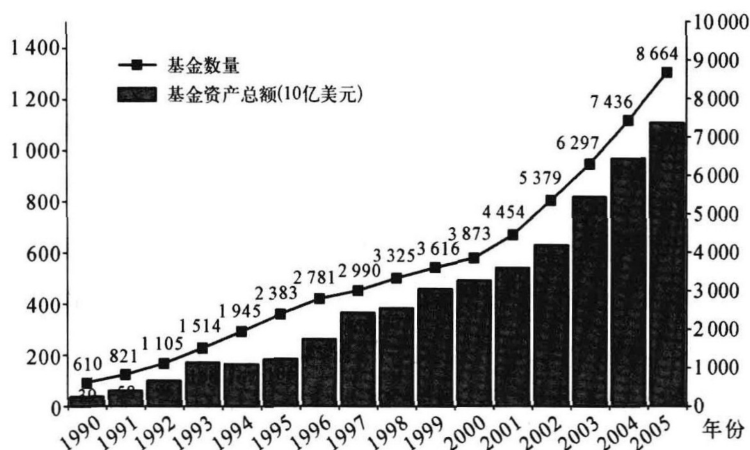


图 5 全球对冲基金的基金数量的增长

总体而言，TOT 这一细分的资产管理模式由于其内在框架的合理性，它的增长趋势却异常迅猛。在 TOT 产品问世后的一年时间内，TOT 产品的发行总规模已经超过 70 亿。而在 2010 年，新成立的产品数量已达到 2009 年的两倍，整个行业的资产管理规模也增长了数倍。

近 10 年来，全球 FOHF 向大规模和机构化的方向快速发展，虽然产品数量从 1 020 只上升到 3 000 只，年复合增长率下降到了 12.7%。

至今，国内的 TOT 产品的开发和运营都还处于探索初期，几家 TOT 管理人都只管理同一策略的产品，整个市场上还没有一家企业形成完整的产品线。对于资产管理者（特别是信托行业的管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理者)来说,眼下是开发出独特产品、进入TOT行业的良好时机。目前,行业准则还没有成型,行业进入壁垒较低,市场需求巨大,市场竞争尚不激烈。

结论

从上述对于国内多赢对冲投资信托产品的整体分析可以得出如下结论:

(1) TOT是一种先进的理财工具,有着可靠的理论框架和经过检验的历史业绩,虽然在中国证券市场上还属于新生事物,但是发展势头未来不可限量。这类产品在本质特征上更符合信托制度受保管理他人财产的目标,相对短期融资产品有着更高的技术含量和价值附加。多赢对冲产品一旦成立,只要管理业绩良好,就可以长期存续,信托公司、银行都可以长期获得管理报酬。因此,这个类别的产品值得我们去更多地关注和投入资源去开发,应当将这一策略上升到战略层面去重视。

(2) TOT产品从开发到运营,一定要有专业的支持,这些支持来自专业机构和有经验的人才。虽然从理论上说,银行底子厚、资源广、人才众多,信托公司又是专业资产管理机构,在理财领域经验丰富,多赢对冲产品在此模式、平台优势集成能力和信托开放架构得天独厚。但是,证券投资毕竟是一门非常专业的投资领域,TOT产品不仅是新生事物,而且涉及较为复杂的合作关系,银行和信托公司在这一新兴投资领域的专家储备尚不足以为投资者提供完整的理财服务。通过制度设计,专业投资顾问的收入来源应当与其管理业绩挂钩,并且银行、信托公司对专业投资顾问的选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应当具有决策权，以形成对投资顾问的制衡机制。

(3) 多赢对冲策略产品的开发应该进一步挖掘私募基金这一种投资工具，从风险控制和风险分散出发，以主动型管理提高业绩。这既是国际上成功 FOHF 的实践经验，也是国内投资者的实际需求。只有用正确的策略满足了客户的需求，TOT 行业才能获得更多投资者的青睐，成为资产管理市场的支柱力量。

中国阳光私募产业调查

中国的投资者在过去两年内见证了阳光私募产业的快速发展，这一新型的投资平台已经在金融市场内形成了可观的影响力。有许多投资者已经表现出对阳光私募产品的浓厚兴趣，而有关政府部门也在密切关注这一另类投资形态的本土化发展。笔者通过一系列的调查和走访，以期了解目前阳光私募行业的发展动态，并向更多的投资者和有关当局介绍阳光私募产业的发展动因和潜在风险。

一、投资回报率调查显示，32%投资者感到满意

阳光私募是中国资产管理行业的一匹黑马，在短短的两年时间内，就成为投资者追捧的对象。阳光私募行业的规模，也在投资者的支持下迅速达到了 300 多只的水平。私募的快速成长，最大的原因就是过硬的投资本领和业绩表现。

2010 年上半年，大盘一路下挫，跌幅达 28.32%，公募基金也大受打击，损失惨重，收益率为 - 18.99%，而私募由于其自身的灵活性和投研能力，仅仅下跌了 6.68%，大幅跑赢大盘和公募基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期来看，私募总体上跑赢了大盘，为客户创造了超额收益，兑现了自身作为另类投资主力军的允诺。据统计，私募近 36 个月平均收益率为 -32.92%，而沪深 300 指数同期为 -34.75%；近 24 个月私募平均收益为 -10.78%，而沪深 300 指数同期为 -26.53%；近 12 个月私募平均收益为 -12.78%，沪深 300 指数同期为 -7.13%。

那么，购买了私募产品的客户对他们的投资回报率满意度如何呢？通过随机采访 100 名阳光私募产品的投资者，我们看到了投资者对于阳光私募的态度和期望。

调查显示，32%的投资者对所购买阳光私募产品的投资回报率表示满意，52%投资者认为一般（不好不坏），另外 16%投资者认为所购买的产品达不到预期，感到失望（如图 6）。

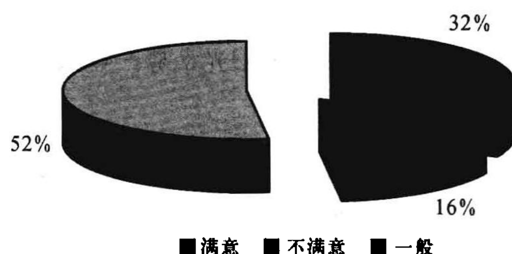


图 6　投资者对中国阳光私募满意度

从调查看，中国阳光私募总体上能够达到投资者的要求，仅 16%的投资者表示不满意。私募优异的业绩表现，获得市场和投资者的认可，为私募快速发展奠立了良好的基石。

值得注意的是，有 52%的投资者表示对购买的产品“感觉一般”，评价较为中性。这说明投资者对私募收益水平有较高的预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、投资者的投资经验调查

在接受调查的投资者中，拥有5年以上投资经验的投资者占了33.33%，3—5年的占21.57%，说明购买私募产品的投资者是一个相对成熟的群体，对投资有一定程度的了解。但也有5.88%的投资者是没有投资经验的，刚处于投资起步状态（如图7）。

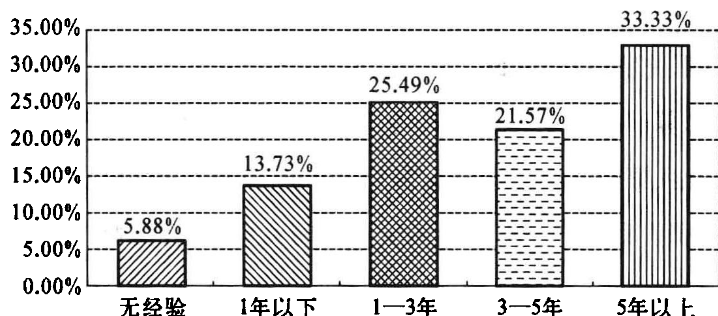


图7 投资者的投资经验

三、风险承受能力

私募产品是另类投资的主力军，其目标是通过积极的投资决策来追求超越股指的绝对收益的。它是为中高端投资者定制的投资产品，整体相对而言收益高、风险大，因此要求投资者具有一定的经济实力和风险承受能力。从调查结果看，52.94%的投资者处于中等风险承受度区间，39.22%的投资者具有高等的风险承受度，风格较为进取，选择私募产品的投资者只有7.84%是保守的态度。这也从一个侧面反映了私募产品的投资者，和普通投资者相比有更积极、成熟的投资观念（见图8）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

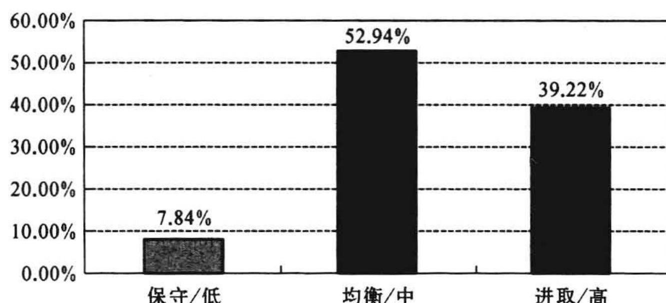


图 8　投资者的风险承受度

四、投资经历调查

私募产品目前正呈现出多元化发展的趋势。基于不同的策略、风格、渠道、管理，这些私募产品的收益和风险也存在着差异。那么，哪些私募产品最受投资者青睐呢？据笔者的调查显示，信托私募和券商集合理财最受投资者青睐，各有 45%的投资者曾经投资过这两种产品，而正处于起步阶段的 FOF(TOT)则暂时只有 3.92%的投资者曾经购买，其发展需要一个过程，从国外经验看，未来 FOF 的比例会逐步提高(如图 9)。

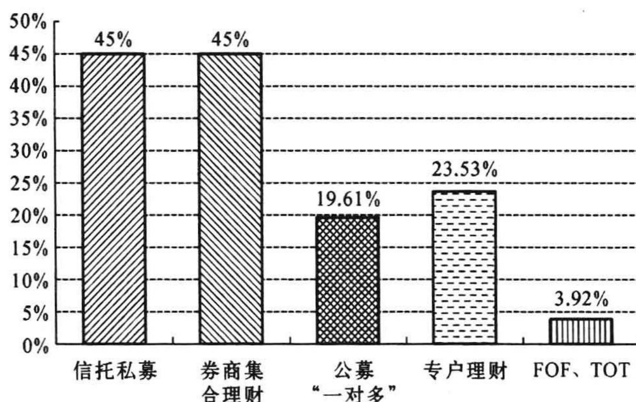


图 9　投资者投资过哪些私募产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、投资目的调查

私募产品是仅有中高端客户才有机会参与的投资产品，中高端投资者和普通投资者的差异不仅体现在可供投资的资产数目上，也体现在其投资理念上。那么，投资者购买私募产品的目的是什么呢？据调查显示，56.86%的投资者购买私募产品是为了实现资产的增值，29.42%的投资者是为了获取超额收益，仅仅1.96%的投资者是怀着投机的心态（如图10）。这说明我国的高端投资者投资理念比较成熟，很少有一夜暴富的投机心理。

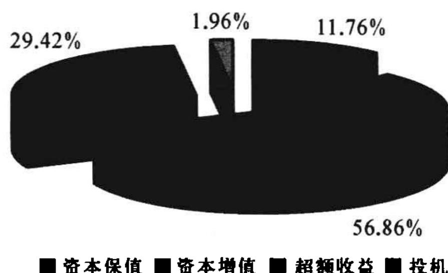


图10　投资者购买私募产品的目的

六、投资者期望收益率

上文所提及的投资者心态，不仅反映在他们的投资目的上，也反映在他们对于投资收益率的预期之上。据调查显示，投资目的和期望收益率是比较吻合的，52.94%的投资者期望年收益率处于20%—50%，21.57%的投资者期望年收益率处于5%—20%，这说明私募产品的投资者充分考虑了历史数据和资本市场的客观规律，短期投机的心态已经逐渐被摒弃，取而代之的是长期、稳健的投资理念（见图11）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

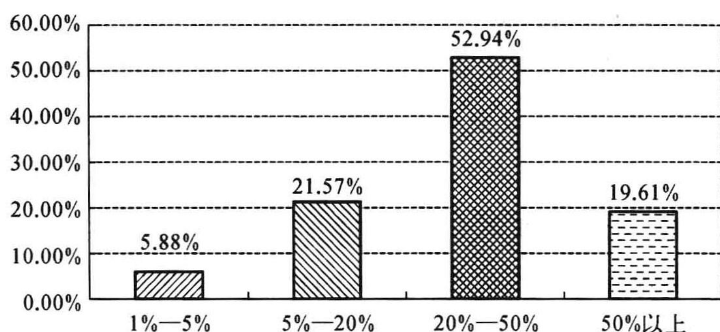


图 11　投资者期望的年收益率

七、投资者持有产品时间

购买私募产品的门槛高、周期长，它主要是为高净值人士设计的投资产品。除了预期收益，笔者也考察了投资者对于投资周期的态度。86.28%的投资者持有私募产品的周期超过 2 年，其中持有 2 年的投资者为 41.18%，3—5 年的为 33.34%，长期持有超过 5 年的投资者也有 11.76%（如图 12）。大部分投资者的投资周期都超过了 2 年，这也从一定程度上说明，长期投资、稳健投资的理念已经在中国高净值人士中深入人心。

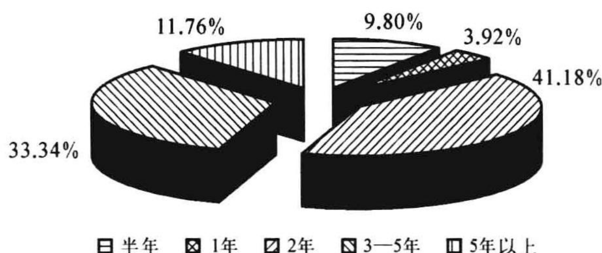


图 12　投资者一般持有产品时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八、投资者购买产品的最大顾虑

私募产品有着普通投资产品所没有的进入门槛，其投资金额已经接近房地产投资。周期长、规模大也意味着投资者在进行投资时会更加周全地分析可能存在的风险。投资者在涉足私募产品时，管理人诚信度是投资者最大的顾虑，有 62.75%的投资者把其作为重要考虑因素；资金安全和收益水平也是投资者比较顾虑的因素（如图 13）。

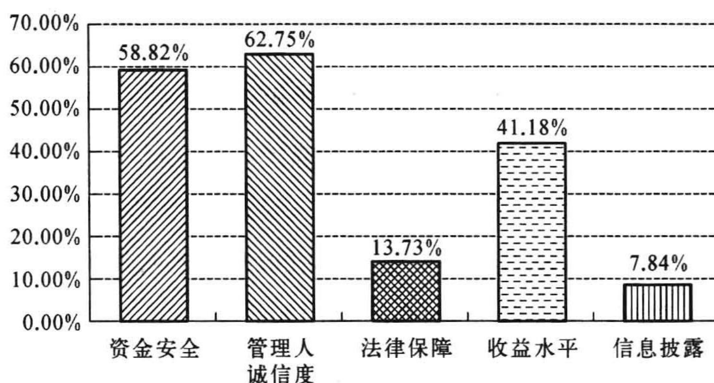


图 13　投资者购买私募产品的最大顾虑

九、投资者购买私募最关心的因素

除了投资者的主要风险顾虑外，基金经理的投资能力是投资者购买产品最为关心的问题，66.67%的投资者把它列为重点考虑因素；购买门槛和信托发行平台也分别有 43.14%和 39.22%，产品的结构等因素并不是最重要的选择依据（如图 14）。

十、投资者最关心私募管理人的哪些因素

由于中国的私募发展如雨后春笋，新兴的私募经理还没有被市场和时间所检验，目前市场上的私募经理的业绩仍表现出较大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

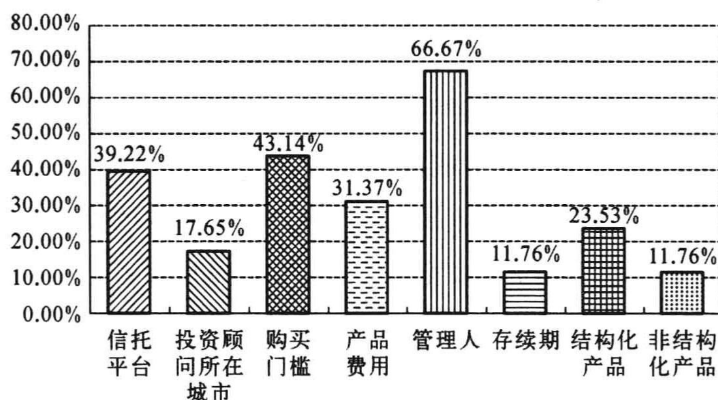


图 14 投资者购买私募产品最关心的因素

的波动性，让投资者难以作出有效的选择。在这样一个不确定性较多的环境之下，一些采访调查持续跟踪显示，私募的投资者中，58.82%的投资者最为看重的是管理人的风控能力，其次才是过往业绩和声誉，比例皆为 52.94%(如图 15)。

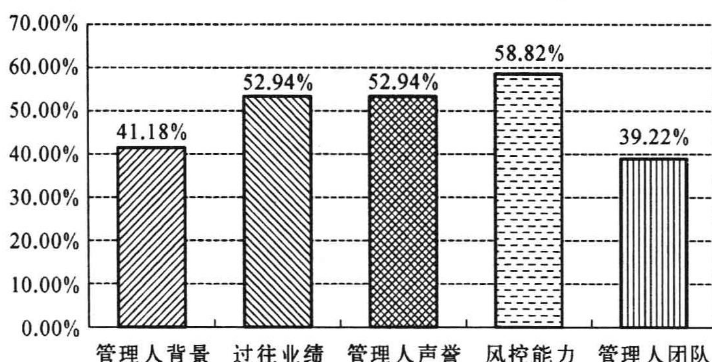


图 15 投资者选私募管理人时最关注私募的因素

十一、投资者看重什么背景的私募

目前中国大陆的这一批私募经理是在不同的环境中成长起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来的，这一种多元化的背景也促成了私募之间的风格差异。公募出身的私募管理人相对稳健，券商出身的私募管理人则更为积极，海外背景的私募管理人更注重风险控制与宏观分析，民间背景的私募管理人则更善于抓住市场的弱有效性进行套利。在这四种风格迥异的背景之中，私募投资者也有着不同倾向。投资者青睐公募背景的私募管理人，是因为他们扎实的经验和较强的风控意识能够最好地满足高净值人士资产保值的需求(如图 16)。

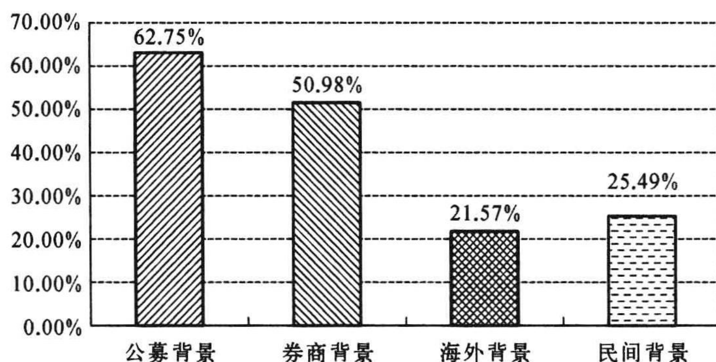


图 16　投资者看重私募的背景

十二、投资者倾向选择的投资策略

投资者更倾向于选择哪种投资策略的私募管理人呢？由于中国投资者习惯了公募的评价体系，调查显示，54.90%的投资者倾向于价值与趋势结合的投资风格的私募，而追求投机型私募管理的投资者仅为 5.88%，说明高净值投资者的风险厌恶是较为明显的，也反映了高端投资者稳健增值的投资需求(见图 17)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

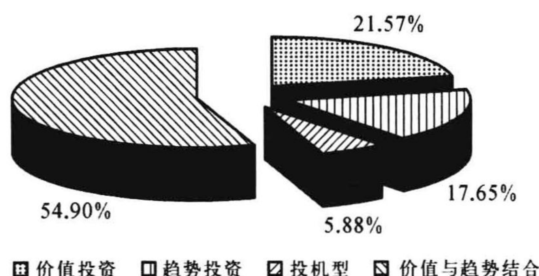


图 17　投资者倾向的私募投资风格

公募背景、券商背景、草根背景的私募风格分析

如今市场上正在运行的阳光私募，累计已超过 449 只(非结构化)。产品数量还在增加，管理经验逐渐丰富，私募的投资风格差异日渐凸显。这种多样化的发展趋势，为投资者提供了更大的选择空间，但也加大了筛选基金的难度。

我们通过观察公募派、券商派和草根派在不同市场中的表现，对他们的投资风格作出评价，以期能对投资者选择合适的私募提供借鉴。

我们认为，投资经理的不同背景，深刻地影响着他们的投资风格。

统计显示，公募基金出身的基金经理更注重风险控制：在 2007 年 10 月到 2008 年 10 月和 2009 年 8 月至今的两次下跌行情中，公募背景的私募基金平均跌幅分别为 26.51% 和 25.52%。

由此可见，在下跌行情中，公募背景的私募跑赢了券商背景和其他背景的基金管理人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，对比券商派，公募派在震荡走弱的市场环境下风控优势并不明显，因为券商派基金经理对短期趋势的把握更敏锐，善于抓住短线操作机会，从而弥补部分损失。

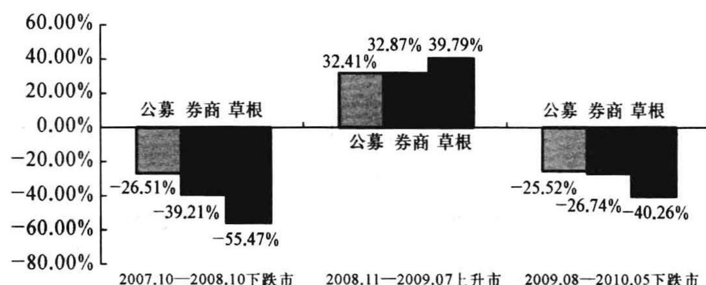


图 18　不同背景私募在不同市场的表现情况

由图 18 可见，在上涨行情中，公募派基金经理由于仓位控制谨慎，必然导致他们在捕捉市场上涨的机会时不够果敢。

而券商派在上涨行情中的盈利能力，跟公募派相比差别不大。

草根派则由于习惯集中持股和重仓持有，通常在上涨行情中获利能力最强。

综合 2007 年 10 月至 2010 年 5 月的不同市场来看，公募派基金经理的投资业绩波动最小、期末净值最高，其次是券商出身的基金经理，最后是其他背景的基金管理人。

也就是说，三类不同背景的基金经理的平均业绩表现为：公募派好于券商派，券商派好于草根派。

这种风格的分化也体现在基金经理所处地域的不同上，位于深圳、上海和北京的投资经理的市场表现也有所不同（见图 19）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

北京地区的基金管理人在单边向下的市场中抵御风险的能力最强；广深地区的基金经理则最擅长抓住市场上涨的机会，在市场处于结构性调整行情时；上海地区的基金经理更善于把握板块变动的脉搏。

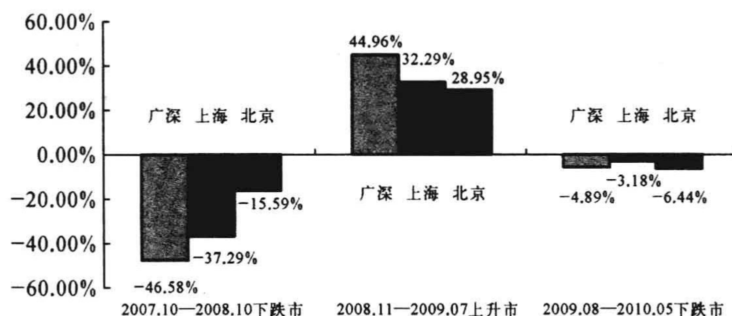


图 19　深圳、上海、北京地区私募在不同市场的表现情况

经过五年淡化，阳光私募基金已成为大众投资品中最具市场号召力的一种理财产品，如今呈献给投资者的，已经从单调的开胃小菜发展为一桌美味佳肴。投资者只需认清自己的口味，就能在市场上找到合胃的大餐。

证券投资信托发行报告

2003 年 8 月，第一只证券投资类信托产品“中国龙资本市场信托计划”成功发行。如今，中国证券投资信托走过了第七年，这七年，是中国的证券私募行业从无到有、从弱到强的七年。从当初屈指可数的产品，到目前超过一千只产品的产业群，阳光私募的发展是中国资本市场的又一个奇迹。

据私募排排网数据中心的不完全统计，截至 2010 年 12 月 30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日，全国可统计的投资顾问有377家，共发行了证券投资类信托产品1 200只，其中结构化信托产品420只，非结构化信托产品780只(包括私募组合基金TOT 42只)。据其中规模可统计的产品计算，平均规模约9 000万元。2010年全年发行的信托产品总数就达到462只，占有史以来发行总数的38.5%。以下从产品发行各个方面展现中国阳光私募的市场状况。

历年发行状况

2003年，第一只证券投资类信托产品“中国龙资本市场信托计划”由云南信托发行并承担投资顾问。次年4月，赵丹阳的深圳赤子之心资产管理公司和深国投成立“赤子之心(中国)集合资金信托”，是国内首只严格意义上的阳光私募信托产品。直到2006年，阳光私募正式开始扬帆起航，此时有保底收益的结构化信托产品的受欢迎程度远大于非结构产品。从2007年至今，阳光私募越来越被众多投资者所熟知，由于其长期优于公募的醒目业绩和良好的风险控制能力，阳光私募受到越来越多的高收入阶层投资者的青睐，成为国内投资理财市场上日益显要的一分子，发行数量屡创新高。2010年被称为阳光私募“发行元年”，全年非结构产品257只，结构化产品172只，TOT 33只(见图20)。

全国主要经济发达城市上海、深圳、北京是阳光私募的主要发行聚集地(见图21)，截至2010年，这三个城市共发行各类型阳光私募429只、264只、244只，占全国所有地区发行总量的78%。全国阳光私募发行城市前10名如表7所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

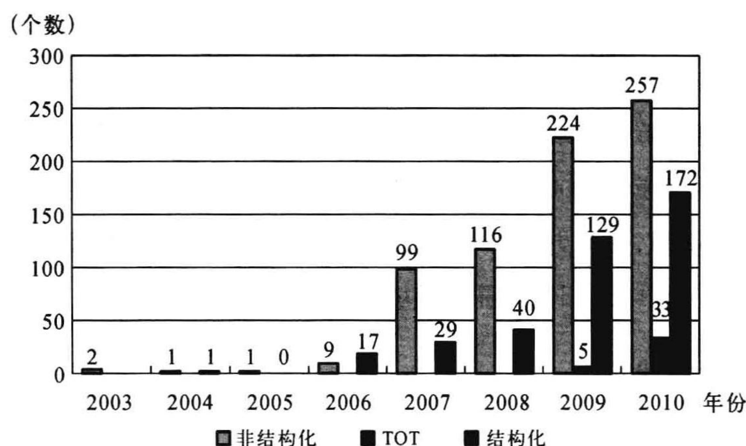


图 20 全国证券投资类信托产品历年发行数量分布

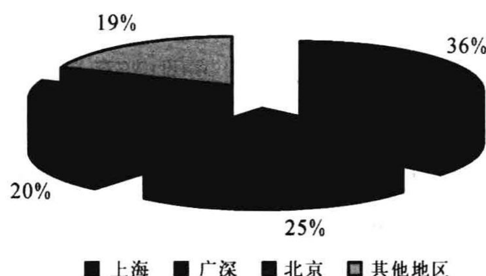


图 21 全国证券投资类信托产品主要发行城市分布

表 7 全国证券投资类信托产品发行城市前 10 名

序号	发 行 地	非结构化发行产品数（只）	结构化发行产品数（只）	TOT 发行产品数（只）	总计
1	上海市	244	169	16	429
2	深圳市	216	38	10	264
3	北京市	156	76	12	244

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

序号	发 行 地	非结构化发行产品数（只）	结构化发行产品数（只）	TOT 发行产品数（只）	总计
4	广州市	32	4	1	37
5	云南省	21	2	0	23
6	宁波市	2	17	0	19
7	杭州市	10	6	0	16
8	西安市	2	8	0	10
9	南京市	3	6	0	9
10	厦门市	3	6	0	9

主要发行平台

据私募排排网数据中心对全国 41 个信托公司统计结果显示，各类型阳光私募发行总数前十名如下表（表 8）。华润深国投、中融信托、外贸信托、中信信托等 10 家信托公司发行了 890 只信托产品，占发行总数的 74%。

表 8　全国证券投资类信托产品发行平台前 10 名

序号	信托公司	非结构化发行产品数(只)	结构化发行产品数(只)	TOT 发行产品数(只)	总计
1	华润深国投信托有限公司	145	10	8	163
2	中融国际信托有限公司	109	45	0	154

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

序号	信托公司	非结构化发行产品数(只)	结构化发行产品数(只)	TOT 发行产品数(只)	总计
3	中国对外经济贸易信托有限公司	47	74	3	124
4	中信信托有限责任公司	88	11	1	100
5	山东省国际信托有限公司	55	27	0	82
6	上海国际信托有限公司	7	67	0	74
7	平安信托有限责任公司	43	0	17	60
8	陕西省国际信托股份有限公司	29	10	10	49
9	厦门国际信托有限公司	21	24	0	45
10	中海信托股份有限公司	10	29	0	39

华润深国投、中融信托、外贸信托、中信信托发行总数过百，是发行总数最多的 4 个信托公司。在产品类型方面，外贸信托、上海信托、中融信托是发行结构化产品最多的信托公司，华润深国投、中融信托、中信信托则是发行非结构化产品最多的信托公司，而平安信托则是全国最主要的 TOT 发行平台，发行量占全国所有 TOT 发行总量的 40%。就近年来说，外贸信托、中信信托、中融信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托是 2009 年以来发行证券投资类信托产品总数最多的平台，分别为 87、69、48 只。

主要管理人

1 200 只产品中，管理人派系可统计的 737 只，主要分布情况如图 22：券商派是主要的信托产品管理人，占 41%，公募派占 33%，其他类别的占 26%。

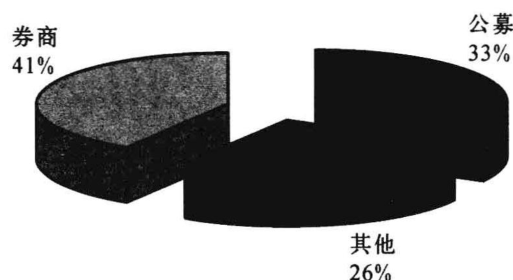


图 22　管理人派系分布

私募半年发行数量超 2009 年全年

自 2009 年下半年证监会停开信托证券账户以来已近一年，私募产品的发行数量非但没有减少，反而呈高速增长态势。据统计，2010 年以来这半年时间里，全国信托平台上一共发行了 245 个私募证券产品，其中非结构化的有 151 个，结构化的有 94 个，按每个产品的发行规模为 5 000 万元计算，2009 年上半年的私募发行规模已超过 122.5 亿元，无论在数量或规模上，均超过 2009 年全年水平。

2010 年上半年私募信托产品发行情况如图 23 所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

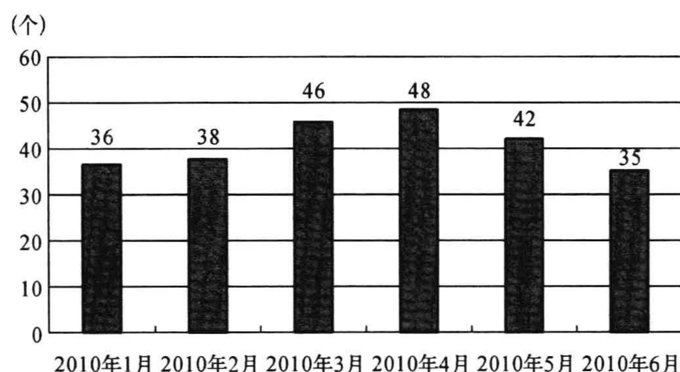


图 23　2010 年全国私募证券信托产品发行数量比较

从上图可以看出，2010 年上半年每个月度的产品发行数量平均在 40 个左右，三、四月份数量较多，五月份开始稍微下降。

从信托平台上看，2010 年上半年私募产品的发行主要集中在几个大型信托公司，以中信信托居首，平安信托、陕国投、华润深国投、中融信托、北京信托、外贸信托也有不少产品。

2010 年 A 股的大跌，非但没有成为私募产品发行的绊脚石，反而点燃了私募基金管理人的发行热情，其内在原因是怎样的?

私募发行高速增长的原因分析

突出业绩得到市场认可

经过熊市的洗礼和牛市的快速增长后，私募的投资管理水平已逐渐为大众所认可，越来越多的投资者开始聚焦私募，把钱交给他们打理，而私募也不负众望，不但在牛市中大放光彩，而且在 2010 年的震荡市中也是屡创佳绩，所以投资理财舍私募其谁？优秀的业绩是私募扩大规模的保证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这些发行新产品的管理人来看，大多为2009年业绩优秀或2010年业绩突出的。这些人最初只管理一两个产品，现在顺着业绩的优势，不失时机地频发产品做大规模，如新价值、和聚、源乐晟、鼎锋资产等。增长最明显的是新价值公司，其核心人员罗伟广自2009年取得业绩第一的宝座后，为公司带来了巨大的人气，成为私募基金的品牌代言人。新价值目前管理的产品已达17只，仅2010年上半年就成立了11只，管理规模已超过20亿元，增速之快让人咋舌。

私募对未来行情充满信心

2010年跟2008年的大熊市不同，2008年产品减少的主要原因是行情的低迷，而2010年的行情虽然持续震荡下跌，对于私募来说，却是个好机会，可以买到更多有价值的股票，所以频发产品，主要是对未来行情的乐观。

在与部分私募基金管理人交流的过程中，当被问及会否继续发行产品时，他们的回答趋于一致的肯定。目前的点位就是进场的时候，所以发行产品就要选择此时，这是难得的机会。

销售渠道的快速发展

李旭利管理的重阳三期通过招商银行私人银行部成功募集12亿元以后，为私募基金的发行打开了思路，私募基金开始走进投资产品销售的主战场。此后，私募纷纷效仿，通过国内的银行渠道来发行产品，而且规模都在数亿元以上。可以预见，在不久的将来，私募基金将和公募基金形成直接竞争关系。

除了银行以外，还有第三方销售机构、券商等都看中了私募这块大蛋糕，纷纷寻求与私募基金合作，互惠互利，共同做大做强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种合作模式成了私募快速膨胀的催化剂，短短半年时间，已超2009年全年水平。

TOT、有限合伙成为私募发展新模式

自从信托证券账户停开后，私募基金为降低发行成本，开始寻求新的发展模式，即TOT和有限合伙形式。

国内的TOT正处于萌芽阶段，主要由银行和信托公司主导，同时第三方销售机构也逐渐介入。目前已成功发行的TOT有东海证券管理的东海盛世一期、光大银行管理的阳光私募基金宝、邮政储蓄管理的金种子理财、华润深国投管理的托付宝1.2号、中银国际管理的精英汇一期、平安信托发行的阿尔法特和黄金优选系列等。

而私募排排网作为私募第三方评级及销售机构，也正在筹备发行TOT产品。

除了TOT模式外，有限合伙是私募基金的另一种选择。由于国内的法规对此类型产品没有明确的规定，所以有限合伙也是处于摸索阶段，目前只有几个产品在运行。

行业私募基金出现，行业细分启动

上半年的私募信托发行有多样化发展趋势，私募基金管理人开始发行专门产品投资自己专注的领域，由从容投资管理的华宝信托——从容医疗一期证券投资集合资金信托计划于6月30日正式成立，专门投资国内A股的医药板块股票和医药相关的个股。另外，由外贸信托发行并管理的“外贸信托——化工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量化双核心策略集合计划”，专注于化工领域的股票，也值得我们关注。

目前，国内专门利用行业细分来投资的私募信托产品并不多。其中，尚雅专门投资新能源股票，金中和投资此前也有一个专门以并购为主题的投资产品。

在成熟的市场之中，精确的定位是任何产品的生存根基，行业基金也是国际上通行的资产管理模式。行业基金可以让投资者对于投资产品有更精确的把握，强化基金经理和投资者之间的沟通，优化资产管理市场的资源分配。随着国内投资市场的完善和投资者心态的成熟，在不久的将来，细分化的行业私募基金一定会抢占更大的市场空间。

《信托公司净资本管理办法》解析

2010 年 8 月 24 日，《信托公司净资本管理办法》(以下简称《净资本管理办法》)正式面世。该办法共 6 章 30 条，全文强调的两个核心概念是“净资本”和“风险资本”。

《净资本管理办法》的面世意味着中国的信托业进入了科学监管的时代。通过“净资本”和“风险资本”作为管理手段，从根本上改进了过去监管不明、审计不利的局面。

净资本管理的意图是：

(1) 防范兑付风险，健全资本市场；

(2) 引导信托从被动管理走向主动管理；

(3) 从信托出发管制银信合作。

《净资本管理办法》与以往的监管政策最大的不同之处在于，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它是一个动态管理工具，通过科学的量化体系对信托进行持续性的监控与管制。这一量化管理体系由两大支柱组成：净资本与风险资本。

据悉，净资本管理的真正实施将是在一年之后。因为净资本计算表和风险资本计算表尚未确定，所以目前尚无法对《净资本管理办法》对各家信托公司的影响进行细致测算。

净资本管理是信托监管走向量化科学管理的重要一步

《净资本管理办法》开创了信托监管的一个新时代。1979 年 10 月，随着中信信托的成立，新中国的信托业重新起步。在随后的 20 年间，信托业经历了 1982 年、1985 年、1988 年、1993 年和 1999 年开始的五次整顿。在笔者看来，信托业的五次整顿是谨慎、渐进式、实验式的，但始终没有达到一个理想状态。“一管就死、一放就乱”成了市场和监管部门的共同心病。信托是市场经济发展的重要“输血站”，对这一资本中枢的改革也牵动着整个市场的神经。

这种监管错位、定位不明的困境随着 2007 年新的“两规”(《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》)的出台，出现了解决的曙光。“一法两规”的体制之下，信托业务成为信托公司最重要的业务，监管部门要做的是引导信托公司发展适合自身的业务。但在没有很好的监管工具的情况下，信托公司又出现了“一放就乱”的局面，某些业务的发展远远超过了自身实力，这在刚性兑付约束的情况下，使得信托公司蕴含了越来越大的风险。监管部门只能以行政手段一次次地干预，但效果寥寥，这不能不归因于信托业擅长的创新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净资本管理的实施是信托监管的进步。它会在很大程度上改变过去那种“头痛医头、脚痛医脚”的惯用但也是不太有效的手段。明确的信托业定位和有效的制度才能引导信托业的健康发展。在中国，一个行业的发展多是先实践后立规，经过 2007 年之后这三年的“试验”，监管部门貌似找到了“良方”。

净资本管理的意义之一：防范兑付风险，健全资本市场

《净资本管理办法》开篇明义：“对信托公司实施净资本管理的目的，是确保信托公司固有资产充足并保持必要的流动性，以满足抵御各项业务不可预期损失的需要。”这表明监管部门的“刚性兑付”思路没有改变，信托业务虽然是受托业务，但一旦出现风险（假设信托公司尽到了受托责任），信托公司仍要以固有资产来弥补损失。

净资本管理制度的实施，主要目的之一就是防范兑付风险，即业务开展要在信托公司资本实力允许范围之内，防止出现不能兑付客户本金和收益的情况。在当前来看，这主要针对的是融资类业务，尤其是愈演愈烈的房地产类信托。

房地产信托发展到如此规模是信托公司和投资者共同作用的结果。信托产品能否成功发行的关键是客户接不接受。而很多客户看重产品的收益率，这是近两年信托产品比较单一，大部分信托公司基本只能靠比拼收益来吸引客户的结果。

正因为不少客户眼里只看到收益，而全然没有风险，所以一些信托公司开始忽视业务风险的控制，推出了一些风险可控度低的产品。请注意，这里没有说“风险高”，因为单纯根据产品风险高还是低来评判没有意义，不同的投资者有不同的风险偏好和承受力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最关键的是风险是否可控，这决定了信托公司能否尽到受托责任。我们看到有个别信托公司为了利益而放任对业务风险的管控，虽然我们不知道风险何时会发生，但“诺亚不是在洪水来临时才修造方舟的”，监管部门已经意识到这一问题并持续地有所行动。

从监管部门的一系列动作和坊间流传的《信托业风险资本调整表》(截至 2010 年 9 月 3 日)来看，房地产融资被着重限制，其风险资本计提比例是最高的，这也是顺应目前国家对房地产的调控政策。在直接融资渠道和银信合作方式被限制之后，信托成为房地产企业重要的融资方式。这种奔放的业务模式不但影响了调控政策的效果，也使得信托业可能集聚了一定的风险。这不但是产品上的风险，也可能有政策上的风险。个别信托公司的“无组织无纪律”就像是“一颗老鼠屎坏了一锅汤”，可能会导致信托业遭受更严厉的调控。

净资本管理的意义之二：引导信托从被动管理走向主动管理

《信托业风险资本调整表》(截至 2010 年 9 月 3 日)中，各类信托业务被规定了不同的风险资本计提比例，在新老划断的前提下，按照投资类业务和融资类业务进行了区分。

从表 9 可以看出，不论是单一信托还是集合信托，融资类业务的风险资本计提比例都远远高于投资类业务。尤其是集合信托中的房地产融资业务，计提比例高达 3%。这对依靠此类业务的信托公司来说不啻为一个打击。而投资类业务明显是监管部门鼓励的种类，这类业务更偏向主动管理。主动管理业务正是监管部门一直期望信托公司做的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9　不同信托业务的风险资本计提比例

	投资类业务	融资类业务
单一信托	0.3%—0.8%	0.8%—1%
集合信托	0.5%—1.5%	2%—3%

在资本约束的情况下，各家信托要进行仔细的斟酌，在有限的资本约束下合理分配业务，过去那种奔放的发展模式不再适用于所有的信托公司了。

净资本管理的意义之三：从信托出发管制银信合作

过去两年，银信合作业务虽然开展得很大，但在一定程度上扰乱了货币政策和信贷政策的执行与监管。在银信合作业务中，信托公司仅仅是充当通道，赚取微薄的费用。

8 月 5 日，银监会下发了《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》(简称“72 号文”)。这份文件对银信合作的限制作用非常明显，在此之后，银信合作全面收缩，也有个别机构开始改头换面走灰色路线。目前来看，72 号文是《净资本管理办法》的前传，72 号文通过对银信产品期限、融资业务规模、产品结构、产品投向几个方面的限制，以及银信业务表外转表内等一些新规来约束银信业务对信贷政策的突破；《净资本管理办法》更像是“温柔一刀”，通过信托公司的资本实力来间接约束银信合作尤其是信贷类银信合作，实际效果更好、更长效。

从表 10 中可以看出，银信合作业务按照 72 号文下发时间被新老划断，72 号文下发之后的银信合作业务的风险资本计提比例与集合信托业务完全一致，监管意图彰显无遗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10　72 号文下发前后银信合作风险资本计提比例

	72 号文下发之前的银信合作	72 号文下发之后的银信合作
投资类业务	0.5%—1.5%	0.5%—1.5%
融资类业务	1%—2%	2%—3%

《净资本管理办法》的核心是两个指标：净资本与风险资本。净资本＝净资产－各类资产的风险扣除项－或有负债的风险扣除项－中国银行业监督管理委员会认定的其他风险扣除项；风险资本＝固有业务风险资本＋信托业务风险资本＋其他业务风险资本。

这两个指标是会变动的，这要依据监管部门的态度。从这一点来看，净资本管理是一个动态管理工具，这也是它与以往的监管政策最大的不同之处之一。以往的监管政策更像是静态管理工具，哪块出问题就去管哪块，而这种政策效果往往很快会被信托业的“创新”所打破。

未来，监管部门会根据监管需要和政策方向来调整风险系数，据此来限制一些业务和鼓励一些业务。《信托业风险资本调整表》（截至 2010 年 9 月 3 日）就很好地展示了这种政策意图。融资类业务目前大量流向房地产领域，而房地产是被政策调控的行业，所以我们看到房地产融资信托业务被规定了较高的风险系数。

《净资本管理办法》给出了净资本的计算公式，但没有给出风险扣除项的计算方法。但从“信托公司应当在充分计提各类资产减值准备的基础上，按照中国银行业监督管理委员会规定的信托公司净资本计算标准计算净资本”这个说法来看，净资本的计算应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该类似于2005年1月财政部颁发实施的《信托业务会计核算办法》。在这个会计核算办法中,信托项目资产期末应计提资产减值准备,主要有坏账准备、贷款损失准备、长期投资减值准备、固定资产和无形资产减值准备。因此,各类资产的风险扣除项大概就类似于信托公司财务报表中的"各项资产减值准备"科目。

《净资本管理办法》的核心要求是:(1)信托公司净资本不得低于人民币2亿元;(2)净资本不得低于各项风险资本之和的100%;(3)净资本不得低于净资产的40%。从这个要求来看,各家信托公司净资本的多少将直接决定其未来业务空间。也就是说,如果净资本不足,业务规模将受限,某些业务甚至难以开展。净资本管理的出台对目前各家信托公司的资本实力产生了一定的压力和要求。

净资本管理目前的进展

据悉,净资本管理的真正实施将是在一年之后。在此之前,各家信托公司有一年的时间去适应新规,并消化以往过度开展的业务。对于净资产相对业务规模比较充足的信托公司来说,净资本管理对它们基本没有影响;但对于一些净资产与业务规模差距较大的信托公司来说,可能现在开始就要通过各种方式增强资本实力,或者压缩业务规模。

有媒体报道:"作为《净资本管理办法》的配套文件,银监会还向信托公司下发了净资本计算表、风险资本计算表以及风险控制指标监管报表,信托公司目前正在按这三个表测算其净资本是否达标。"据接近银监会的人士透露,目前这两个文件还没有形成最终版本,仍处于讨论阶段,正式文件会在1至2个月内面世。也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是说，目前尚无法对《净资本管理办法》对各家信托公司的影响进行细致测算。

而前面多次提到的《信托业风险资本调整表》(截至 2010 年 9 月 3 日)尽管只是在坊间流传，但可信度还是比较高的，至少其显示的监管意图是可靠的：限制融资类业务的过度发展。这份文件仅针对各类信托业务计入风险资本比例进行了规定，未提及固有业务与其他业务的风险资本计提比例。

附：《信托公司净资本管理办法》全文

信托公司净资本管理办法

第一章　总　则

第一条　为加强对信托公司的风险监管，促进信托公司安全、稳健发展，根据《中华人民共和国银行业监督管理法》、《中华人民共和国信托法》等有关法律法规，制定本办法。

第二条　本办法适用于在中华人民共和国境内依法设立的信托公司。

第三条　本办法所称净资本，是指根据信托公司的业务范围和公司资产结构的特点，在净资产的基础上对各固有资产项目、表外项目和其他有关业务进行风险调整后得出的综合性风险控制指标。对信托公司实施净资本管理的目的，是确保信托公司固有资产充足并保持必要的流动性，以满足抵御各项业务不可预期损失的需要。

本办法所称风险资本，是指信托公司按照一定标准计算并配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

置给某项业务用于应对潜在风险的资本。

第四条　信托公司应当按照本办法的规定计算净资本和风险资本。

第五条　信托公司应当根据自身资产结构和业务开展情况，建立动态的净资本管理机制，确保净资本等各项风险控制指标符合规定标准。

第六条　中国银行业监督管理委员会可以根据市场发展情况和审慎监管原则，对信托公司净资本计算标准及最低要求、风险控制指标、风险资本计算标准等进行调整。

对于本办法未规定的新产品、新业务，信托公司在设计该产品或开展该业务前，应当按照规定事前向中国银行业监督管理委员会报告。中国银行业监督管理委员会根据信托公司新产品、新业务的特点和风险状况，审慎确定相应的比例和计算标准。

第七条　中国银行业监督管理委员会按照本办法对信托公司净资本管理及相关风险控制指标状况进行监督检查。

第二章　净资本计算

第八条　净资本计算公式为：净资本＝净资产－各类资产的风险扣除项－或有负债的风险扣除项－中国银行业监督管理委员会认定的其他风险扣除项。

第九条　信托公司应当在充分计提各类资产减值准备的基础上，按照中国银行业监督管理委员会规定的信托公司净资本计算标准计算净资本。

第十条　信托公司应当根据不同资产的特点和风险状况，按照中国银行业监督管理委员会规定的系数对资产项目进行风险调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整。信托公司计算净资本时，应当将不同科目中核算的同类资产合并计算，按照资产的属性统一进行风险调整。

（一）金融产品投资应当根据金融产品的类别和流动性特点按照规定的系数进行调整。信托公司以固有资金投资集合资金信托计划或其他理财产品的，应当根据承担的风险相应进行风险调整。

（二）股权投资应当根据股权的类别和流动性特点按照规定的系数进行风险调整。

（三）贷款等债权类资产应当根据到期日的长短和可回收情况按照规定的系数进行风险调整。

资产的分类中同时符合两个或两个以上分类标准的，应当采用最高的扣除比例进行调整。

第十一条　对于或有事项，信托公司在计算净资本时应当根据出现损失的可能性按照规定的系数进行风险调整。

信托公司应当对期末或有事项的性质（如未决诉讼、未决仲裁、对外担保等）、涉及金额、形成原因和进展情况、可能发生的损失和预计损失的会计处理情况等在净资本计算表的附注中予以充分披露。

第三章　风险资本计算

第十二条　由于信托公司开展的各项业务存在一定风险并可能导致资本损失，所以应当按照各项业务规模的一定比例计算风险资本并与净资本建立对应关系，确保各项业务的风险资本有相应的净资本来支撑。

第十三条　信托公司开展固有业务、信托业务和其他业务，应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当计算风险资本。

风险资本计算公式为：风险资本=固有业务风险资本+信托业务风险资本+其他业务风险资本。

固有业务风险资本=固有业务各项资产净值×风险系数。

信托业务风险资本=信托业务各项资产余额×风险系数。

其他业务风险资本=其他各项业务余额×风险系数。

各项业务的风险系数由中国银行业监督管理委员会另行发布。

第十四条　信托公司应当按照有关业务的规模和规定的风险系数计算各项业务风险资本。

第四章　风险控制指标

第十五条　信托公司净资本不得低于人民币2亿元。

第十六条　信托公司应当持续符合下列风险控制指标：

（一）净资本不得低于各项风险资本之和的100%；

（二）净资本不得低于净资产的40%。

第十七条　信托公司可以根据自身实际情况，在不低于中国银行业监督管理委员会规定标准的基础上，确定相应的风险控制指标要求。

第五章　监督检查

第十八条　信托公司董事会承担本公司净资本管理的最终责任，负责确定净资本管理目标，审定风险承受能力，制定并监督实施净资本管理规划。

第十九条　信托公司高级管理人员负责净资本管理的实施工作，包括制定本公司净资本管理的规章制度，完善风险识别、计量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和报告程序，定期评估净资本充足水平，并建立相应的净资本管理机制。

第二十条　信托公司应当编制净资本计算表、风险资本计算表和风险控制指标监管报表。

中国银行业监督管理委员会可以根据监管需要，要求信托公司以合并数据为基础编制净资本计算表、风险资本计算表和风险控制指标监管报表。

第二十一条　信托公司应当在每季度结束之日起 18 个工作日内，向中国银行业监督管理委员会报送季度净资本计算表、风险资本计算表和风险控制指标监管报表。如遇影响净资本等风险控制指标的特别重大事项，应当及时向中国银行业监督管理委员会报告。

第二十二条　信托公司总经理应当至少每年将净资本管理情况向董事会书面报告一次。

第二十三条　信托公司董事长、总经理应当对公司年度净资本计算表、风险资本计算表和风险控制指标监管报表签署确认意见，并保证报表真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。

第二十四条　信托公司应当在年度报告中披露净资本、风险资本以及风险控制指标等情况。

第二十五条　信托公司净资本等相关风险控制指标与上季度相比变化超过 30%或不符合规定标准的，应当在该情形发生之日起 5 个工作日内，向中国银行业监督管理委员会书面报告。

第二十六条　信托公司净资本等相关风险控制指标不符合规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定标准的，中国银行业监督管理委员会可以视情况采取下列措施：

（一）要求信托公司制定切实可行的整改计划、方案，明确整改期限；

（二）要求信托公司采取措施调整业务和资产结构或补充资本，提高净资本水平；

（三）限制信托公司信托业务增长速度。

第二十七条　对未按要求完成整改的信托公司，中国银行业监督管理委员会可以进一步采取下列措施：

（一）限制分配红利；

（二）限制信托公司开办新业务；

（三）责令暂停部分或全部业务。

第二十八条　对信托公司净资本等风险控制指标继续恶化，严重危及该信托公司稳健运行的，除采取第二十七条规定的相关措施外，中国银行业监督管理委员会还可以采取下列措施：

（一）责令调整董事、监事及高级管理人员；

（二）责令控股股东转让股权或限制有关股东行使股东权利；

（三）责令停业整顿；

（四）依法对信托公司实行接管或督促机构重组，直至予以撤销。

第六章　附　则

第二十九条　本办法由中国银行业监督管理委员会负责解释。

第三十条　本办法自公布之日起施行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年中国信托行业业绩表现分析

信托行业成功抵御金融危机考验

中国的信托产业，在 2009 年经历了持续的快速增长：整个产业的信托资产总值已经达到了历史的最高点 386.2 亿元，比 2008 年增长了 57.2%；平均各家信托的营业收入则达到了 20.38 亿元，较 2008 年增长了 70.46%，同样创造了历史新高。平均各家信托的利润达到了 17.34 亿元，比 2008 年增长了 99.64%。

始于 2007 年的金融危机的爆发对于资产管理行业而言是一次史无前例的挑战，在 2008—2009 年间，信托公司经受住全面的考验。信托业整体大盘仍然基本稳定，增长幅度进入稳定期，核心指标实现平稳增长。就信托公司的整体经营而言，创造了令人满意的出色业绩。截至 2010 年 4 月 30 日信托公司披露的年报显示，虽然受国际金融危机等一系列不利因素的影响，但资本利润率仍然维持在 14.53% 的水平，高于 2004—2006 年三个正常年份；人均净利润保持在 245.74 万元/人的水平，仍居信托公司披露年报 5 年以来的次高点水平。这在异常严峻的外部环境下，显得尤为难能可贵。

（一）信托资产规模快速增长。2009 年，中国信托业在百年不遇的国际金融危机余波之下安然度过，在后危机时期和国内保增长、扩内需、转结构的大环境之下，信托业表现出了顽强的生存能力与适应能力之外，行业标准也正在形成之中。全行业管理的信托资产总额再创历史新高。截至 12 月 31 日，全行业管理的信托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产总额达到19 760亿元，再创信托业历史新高。

（二）信托业务结构往合理化方向发展。2009年，全国信托公司净利润一举超过上一年106亿元的净利润总额，达到120亿元；人均利润达到约255.38万元，比上一年250.22万元的水平增长2.06%。值得关注的是，2009年全行业手续费收入占业务收入总额接近50%，首次达到业务收入总额的一半，说明信托公司的利润来源和收入结构更加多元化、更加合理，信托主营资产管理业务不断加强，成熟、稳定、可持续的盈利模式正在显现。而在投资收益中，除部分短期投资外，信托公司投资于部分金融机构的长期股权投资也越来越占据重要的地位，逐步形成信托公司良好、稳定的投资收益。

（三）资产管理能力趋向成熟。2010年信托资产项下信托利润有望突破千亿大关，如以实收信托资产规模计算，全年的信托资产收益率平均为4%—5%，在金融危机的大环境之下，宽松的货币政策导致资金市场竞争更为激烈，并且资本市场走势仍然不明朗，震荡十分剧烈，加之实体经济尚未触底回暖，市场情绪低迷，观望气氛浓厚，在困难的市场环境之下，信托公司2009年出色的业绩是难能可贵的。

从信托公司经营业绩的相对数指标来看，自从2007年相关指标达到最高点以来，平均资本利润率和人均净利润在2009年基本与2008年持平，但是，信托报酬率却不容乐观。

信托行业的业绩显现“马太效应”

财务指标是考察信托公司整体业绩表现的衡量标准，对于信托行业的财务考核指标，主要包括资本利润率、信托报酬率以及人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均利润率。

(一) 资本利润率

2009 年,信托行业平均资本利润率为 13.51%,比 2008 年略有下降,下降幅度为 1.27 个百分点。这似乎表明,在经历了 2007 年的超速增长之后,信托行业的平均资本利润率已经逐步回归并保持在一个相对稳定的水平。

同时,行业资本利润率最高值为 63.22%,是 2004 年以来中国信托公司资本利润率的史上第二高(第一高为 2007 年的信托公司超速发展时期中诚信托的 77.56%)。这种两极分化的情况在 2009 年是普遍现象。从数据分布的离散程度来看,2009 年资本利润率分布的标准差(14.57%)比 2008 年(10.44%)上升了 4.13 个百分点,变异系数则从 2008 年的 0.71 大幅度上升到 2009 年的 1.08(见表 11)。

表 11　2004—2009 年度信托公司资本利润率的统计分析表

项目＼年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
平均值(%)	3.81	3.37	8.02	24.30	14.78	13.51
平均值增长幅度(%)	—	-0.44	4.65	16.28	-9.52	-1.27
公司数目	31	44	43	46	47	49
亏损公司数	1	6	0	0	0	1
最大值(%)	9.77	11.94	27.22	77.56	39.87	63.22
最小值(%)	-2.90	-9.76	1.29	0.63	0.58	-63.03
标准差(%)	**3.22**	**4.45**	**5.66**	**16.95**	**10.44**	**14.57**
变异系数	0.85	1.32	0.71	0.70	0.71	1.08

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从资本利润率排名来看，2009 年度，新老信托分别占据了利润率排行榜的半壁江山。在排名靠前的公司中，既有实力雄厚的老牌信托，如中信信托(27.02%)、华宝信托(24.65%)、华润信托(24.61%)，也有规模并不大的后起之秀，如厦门国信(23.88%)。与 2008 年相比，前五名公司的组成变化很大。其中，过去的老牌劲旅，如云南信托、甘肃信托和中海信托都让出了前五名的位置，只有华宝信托和中信信托坚守住了前五名的位置，中信信托还把排名提升到了第二名。在利润率上的另外一个变化是：在 2008 年，6 家信托公司的资本利润率都达到了 30%以上，但是在 2009 年还能保持 30%以上利润率的信托公司仅剩下一家。不过，2009 年资本利润率在 10%—30%之间的公司为 32 家，而 2008 年只有 23 家公司在此范围内。也就是说，2009 年整个信托行业正在向稳定化和成熟化的方向发展。在利润率的追求中也保留了对于风险控制的关注。

从 2004 年以来各年资本利润率的稳定程度来看，盈利性最稳定公司的前三名分别是英大信托(变异系数为 0.14)、苏州信托(变异系数为 0.29)以及天津信托(变异系数为 0.29)。另外，盈利性波动程度最大的前三家公司分别是华融国信(变异系数为 2.18)、西藏信托(变异系数为 1.85)以及吉林信托(变异系数为 1.51)。对于注重资产保值的信托投资者来说，盈利性的稳定程度比纯粹的盈利数字更加重要，因为盈利的稳定性反映了信托资产管理方法的成熟度和风险控制的有效性。

(二) 信托报酬率

从 2009 年度的年报披露情况来看，截至 2010 年 4 月 30 日，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 37 家信托公司公布了信托报酬率。2009 年，信托行业平均信托报酬率为 0.86%，比 2008 年下降了 0.20 个百分点，下降幅度比较大。可以发现，在经历了 2007 年的超速增长之后，信托行业平均信托报酬率逐年下降，基本每年都会下降 2 个多百分点。到了 2009 年，该值降为 2004 年以来的最低点，比第二低点(2005 年的 0.92%)低了 0.06 个百分点(见表 12)。

从信托报酬率分布的离散程度来看，2009 年信托报酬率分布的标准差(0.88%)比 2008 年(1.12%)下降了 0.24 个百分点，变异系数则从 1.04 下降为 1.02。这说明，虽然信托行业的信托报酬率水平下降了，但是分布更集中了，两极分化的程度逐渐缩减。

表 12　2004—2009 年度信托公司信托报酬率的统计分析表

项目 \ 年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
平均值(%)	1.04	0.92	1.12	1.29	1.08	0.86
平均值增长幅度(%)	—	−0.12	0.2	0.17	−0.21	−0.22
公司数目	31	44	43	47	47	37
亏损公司数	0	1	0	0	0	0
最大值(%)	3.60	3.16	4.20	6.89	7.40	5.46
最小值(%)	0.10	−4.74	0	0.21	0.11	0.11
标准差(%)	0.80	1.13	0.74	1.11	1.12	0.88
变异系数	0.77	1.23	0.66	0.86	1.04	1.02

注：2010 年年报披露办法中对信托报酬率作了较大调整，主要是不同类别产品要分类披露信托报酬率。在本报告采样的 51 份年报中只有 37 家披露了综合信托报酬率，故本报告公布的信托行业平均信托报酬率 0.86%和产业的真实数字会有所偏差。

据信托业协会的统计，2009 年实现净利润位居前三的信托公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司分别为华润信托、中信信托和中诚信托，实现净利润分别达到14.8亿元、12.6亿元和8.5亿元；平安信托紧随其后，净利润达到6亿元。信托资产总额排名前三的分别是中信信托、英大信托和中海信托，分别达到2 067.8亿元、1 476.8亿元和1 371亿元。理论上，信托公司的功能就是“受人之托，代人理财”，因此，信托公司取得较高的净利润，应该与信托公司的信托资产总额和资金运作能力有关。但从上述数据的对比可以发现，除中信信托在净利润和信托资产总额的排名中均名列前三之外，其他两家净利润位居前三的信托公司在信托资产总额排名中并不在前三之列。数据显示，净利润排名第一的华润信托的信托资产总额排名第九；净利润排名第三的中诚信托在信托资产总额的排名为第六。而信托资产总额排名第二的英大信托与排名第三的中海信托，在净利润排名中则分列第二十九名和第九名。这样就涉及一个问题：为什么以“受人之托，代人理财”为宗旨的信托公司信托资产总额的排名与净利润的排名并不一致，甚至相去甚远？

分析信托报酬率数据，可以更直观地反映出这一问题。2009年公布信托报酬率数据的39家信托公司，其信托报酬率平均为0.86%；但2008年信托公司平均信托报酬率却达到了1.06%，2007年为1.26%，2006年为1.17%，2005年为0.91%。由此不难看出，2009年信托公司的信托报酬率应该是近年来最低的。即使从单个信托公司来看，2009年除一家业务几乎处于停顿状态的信托公司外，其余信托公司的信托业务报酬率没有一家超过2%。最高的是云南信托，这一指标为1.59%，但与其2008年高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.4%的信托报酬率比较还是降低了不少。

信托报酬是受托人通过管理和运作信托财产而获取的报酬。按照《信托投资公司信息披露管理暂行办法》，信托业务报酬率的计算是以信托业务收入除以实收信托平均余额，这一指标所反映的是信托公司在信托业务中所获得的报酬。实际运作中，信托公司在对信托资产的管理中主动管理能力强、作用发挥得大，取得的报酬就高；反之，如果信托公司在信托业务中并没有进行主动管理、所起到的作用小，信托报酬率就低。

信托公司利润的来源无非两块：信托收入与自有资金运作收入。简单地用资产运作水平不同似乎并不能完全解释这一现象。更有意思的是，2009 年 54 家信托公司中资产总额排名前三的分别是平安信托、华润信托和中信信托，资产总额分别为 137.6 亿元、70.4 亿元和 58.3 亿元。排名前三的信托公司与净利润排名前三的信托公司完全一致，区别仅在于名次的不同。信托公司的净利润与信托资产的关联度不如与资产总额的关联度高，其中的原因不言自明。

利润是企业永恒的法则。加强自主管理、提高信托报酬率自然是提高信托行业发展质量的一个重要元素，但同时，注重信托公司“受人之托，代人理财”的行业定位也不容忽视。2007 年出台的信托新政中很重要的一点，就是将原“信托投资公司”这一名称中的“投资”二字去掉，在名称上把“信托投资公司”变成了“信托公司”，其目的就在于提醒信托公司不要把自己做成投资公司。因为只有这样，信托公司和整个信托行业才会有高质量的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年私募大事件盘点

第四届中国私募基金高峰论坛

2010 年 3 月 20 日，第四届中国私募基金高峰论坛在深圳五洲宾馆华夏厅隆重召开，政府领导、国内外专家、国内顶尖私募、国内各大媒体和投资者共 2 000 多人共襄盛举。论坛以“后危机时代——中国私募基金新战略”为主题，讨论后危机时代 A 股的投资策略、创业板机会、股指期货推出后的对冲时代、本土 PE 投资机会等一系列问题。

论坛颁发了由私募排排网研究中心独家评选的“2009 年最佳私募证券基金管理机构”、“2009 年度五星级私募基金”、“2009 年最佳本土 PE 管理人”、“2009 年最佳私募基金信托服务机构”、“2009 年最佳私募基金银行服务机构”、“2009 年最佳私募基金券商服务机构”等奖项。

论坛上众私募大腕风云际会，智慧的碰撞闪耀出璀璨的火花。

简评：作为目前我国规模最大、规格最高、代表性最强的私募基金年度盛会，私募基金高峰论坛旨在打造中国私募基金业界的高端沟通交流平台，分享国内外私募基金投资智慧和发展经验，寻找投资机会，研讨私募基金发展趋势，加强私募基金投资风险防范，加强同业合作。

第四届中国私募基金高峰论坛的隆重召开，在业界引起了广泛的反响，国内各大重要财经媒体全程参与报道，扩大了论坛的影响力，对宣传推广私募品牌有着重要的作用，有助于推动我国私募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的规范、健康、快速发展。

股指期货正式推出　中国步入对冲时代

股指期货从4月16日起正式上市交易，中国告别单边市场，正式步入对冲时代。股指期货的推出经历了漫长的过程，它的推出刚好契合了股市暴跌的时点，引起了长时间的争议。随着股指期货的稳步发展，开户数快速增加，中金所批准套期保值额度、开放券商和QFII等机构进场，对市场的健康发展有很大作用。

简评：股指期货的推出是一个历史性事件，中国由此告别了只能做多的单边市场，进入做空时代，有利于完善资本市场体系，构建多元化市场。股指期货作为金融衍生工具，有利于投资工具多元化发展，也有利于投资者选择的多样化。

做空力量的增加会使市场更加均衡发展，价格发现功能会使市场更加稳定。目前，市场还看不到这一功能的体现，更多的是助涨助跌作用，但任何事物的成长都有一个过程，相信随着不同机构的不断进场，套期保值的资金增加，股指期货会获得稳健、健康的发展。

私募原本应该是股指期货最活跃的参与群体，却无奈暂时开不了户，成了旁观者，使得“对冲时代”名不副实，股指期货市场也失去了主力军。私募苦盼能够改变只能借到单账户参与股指期货的困境，政策能够放开允许私募开户，真正走入“对冲时代”，这对私募和市场都是有益无害的。

首只合伙制私募证券投资基金成立

2010年2月1日，银河普润合伙制私募基金正式推出，成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内首只合伙制私募证券投资基金(有限合伙)产品。在此之前，国内阳光化的私募证券投资基金大部分以信托计划的方式运作。

银河普润基金采取合伙制企业的组织模式，由普通合伙人和不超过 49 名的有限合伙人组成，其中普通合伙人由银河财富资产管理有限公司担任，即基金管理人，负责该基金的投资及日常管理，有限合伙人即该基金的主要投资者。

简评：银河普润合伙制私募基金的推出，在业界引起了巨大反响，它是在信托证券账户暂停开立，而《证券登记结算管理办法》修改后，明确了合伙企业可以开立证券账户的背景下出炉的，这是一种新模式的探索，为私募证券投资基金募集资金开辟了一条新的合法渠道。

有限合伙制的最直接的优势就是税负优势，它可以避免投资行为的双重赋税；同时，还具有明确、突出的管理人决策机制和激励机制的优势。但它目前也面临着一些问题，如配套法律环境有待完善、税收政策有待更加优惠等。合伙制私募基金目前还不会成为主流，它的模式也有待进一步商榷，但随着我国资本市场的完善和发展，它会获得进一步的发展空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　　录

多赢对冲投资操作模式实战介绍*

首先谢谢主持人的介绍，谢谢金老师和国金证券给我这次机会，金老师上一次就邀请我过来，但是我上一次正好出差在外，没来得及跟大家交流；这次金老师又创造了第二次机会给我，我一定不能错过。但是，我从法国回来，还没有来得及把演讲的 PPT 转换为中文，而且很长，可以说是给大家带来了不便，但也给大家带来了原汁原味的东西，让原装货进来。

主持人介绍我是罗斯柴尔德集团的，实际上罗斯柴尔德家族太大了，有五个兄弟，在历史上创造了辉煌的金融神话；有一个法国的分支，号称是这个家族最富有的一支，叫詹姆斯·罗斯柴尔德，他的后代爱德蒙得·罗斯柴尔德做了一件事：帮助买了建立以色列国家的土地。我们银行的创始人叫爱德蒙得·罗斯柴尔德，就是第一个爱德蒙得的孙子。犹太人号称是上帝的选民，罗斯柴尔德又是他们的先知，这是家族有历史意义的事情。我们并不是像某些历史书籍渲染的那样充满了邪恶和战争威胁。

* 本文根据作者在私募基金年会上的一次演讲整理而成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天主要介绍的是复合对冲基金的基金，我们主要的分支叫爱德蒙得·罗斯柴尔德，覆盖的产品在 PPT 中很清楚：左边的是一个公募基金产品线，中间就是刚才两位专家薛先生和吴先生所介绍的，我们对冲基金重点发展的是多赢对冲基金。全球第一个对冲基金创始人阿尔弗雷德·琼斯，他在 1969 点的时候凭着他在做金融记者时的洞见说服了爱德蒙得·罗斯柴尔德，他本人创始了第一个多赢对冲基金。

我想通过这个故事的串联，把前面两位演讲者介绍的对冲基金的历史就给复原了，都能够找到完整的大图景，加上后面有何华老师，他是很知名的专家，我很多废话就可以省掉了。

我们的另类产品线除了对冲基金和复合对冲基金，这个产品线包括结构产品、结构化的基金、固定收益、量化投资等，基本上我们都作了全面的探讨。

爱德蒙得·罗斯柴尔德在整个集团里面实际上是一个大的基金工厂，包括集团内部，它的基金产品和其他各种产品的定制，尤其是为大的渠道的定制。我们在前年的时候曾经试图跟中国银行进行合资，就是想把这种新型的合作模式引入到中国。包括现在为止，我们仍然和中国主流的商业银行以及其他大的机构在探讨，把它们的优势和我们的优势结合起来进行金融创新。第二个，通过合作伙伴为国内超高端的机构和个人来定制，实际上这类定制的产品最合适的方法就是对冲基金的基金。

为什么集团也同意我来介绍这个事？它觉得对冲基金的基金是它家皇冠上明珠的明珠，2007 年、2008 年、2009 年连续三年赢得全球的奖项，2007 年整个集团在全球对冲基金中获得了第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名,这个得感谢鲍尔森。2007年的时候这个基金接近7%投到鲍尔森基金。我们和中国银行签约的当天,鲍尔森和全球100位知名的对冲基金经理一起,亲自来巴黎做了论坛,介绍他自己神话般地忍受这么长时间的痛苦赢得财富。他提到一点:唯有对冲基金的基金能够让我把我的心里话说出来。

两个在对冲基金历史上神话般的人物,一个是索罗斯(是金老师的老师),另外一个是鲍尔森,刚才吴先生讲琼斯之后40年设立基金,1969年爱德蒙得·洛希尔支持他设立基金。在1969年和1971年是索罗斯和罗杰斯的赞助人。索罗斯要感谢第一个认识他才能的人,就是我们集团里面的两个人。

大家看到这些历史故事就可以理解到,对冲基金和多赢对冲基金是整个私募基金行业成长的原动力和发动机。

最后我会给你一个数字:除了欧洲之外(欧洲非常流行对冲基金的基金),即使在美国现在,前20名的机构投资者,因为有了1万亿美元的资产,它们把其中的3%—59%配置于对冲基金,这个配置方案里又有35%是通过对冲基金的基金来实现的。这就是大家现在非常重视在中国跟私募基金经理人、跟渠道来探讨这方面的合作的原因(见图1)。

对冲基金行业重新吸引资本,变得更加机构化

下面进入我们集团内部对冲基金的基金管理的组织架构,非常简单,根本没有你想象的,那么巨大的银行几万人,不是这样的,是模块化组织的小团队。

这个人是整个团队的负责人——奥威尔诺。他和我一起加入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

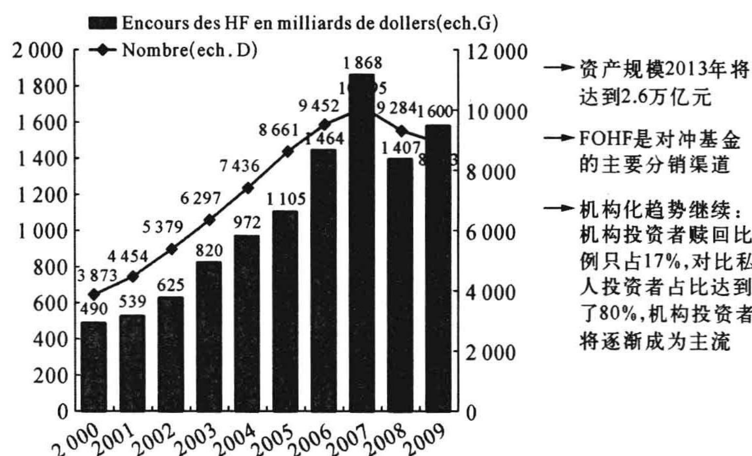


图 1 对冲基金行业资金规模自 2001 年以来的变化

这个集团，我们俩一起参加了员工晚宴，我跟他关系特别好。他是 2007 年、2008 年在全球获奖的人，当时很知名的。这是他两个最年轻的助手，但是非常有经验。这个小黑人 2004 年和他的老板创立了第一个商品的对冲基金的基金（他的老板是投了索罗斯的人），他们也发现了黄金和商品最大的牛市，我当时加入这个集团之后建议他们做黄金产品和国内合作，洛希尔在国内开始了第一只以黄金为挂钩主体的产品。

建立对冲基金的基金有几个角色、几件事不能忘记，我归纳为“一、二、四”：“一”就是说要有一支强大的研究团队，否则你不要想在国内搞一个命名为对冲基金的基金就行了；“二”是说每个地方都要有两只眼睛，都要有双重备份；“四”是说要有四种人，你要有一个非常专业的交易者，要有非常好的管理人，有经验的策略分析师，非常训练有素的、在行业里面顶尖的律师，有这四个人就可以开始筹划你的事业了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我想我们这边的投资策略和流程可能是你能看到的最清晰的投资策略和流程，它就两条：第一条，选天才；第二条，选天才里的状元。什么是天才呢？我们的定义就是说，选天才我们要选，不是说这个人是全面的，而是说这个基金经理某个方面很强，就选他，然后在我的组合里面加在一起。

要给这些过来的内部的人和我们认识到的投资对象，都要使那个基金经理能够得到充分的信任。我们动态跟踪他的记录。总而言之，你要选天才，选天才就要伯乐。要像著名的九方皋相马一样游刃有余。你没有金刚钻，别揽这个瓷器活。

我们选最好的这个人也有几个很简单的方向，关键是"用当其时，天荐英才"。要选谁、请谁来，正好那个基金那个时候表现最好，"君子得其时也"。鲍尔森就是抓住了这个"时"。我们说选择这个基金经理人，要做的就是瞄准目标区域中的目标。标准是什么？我们有"四大准星"、"五个回避"。我们的"四大准星"就是说，这个人经过不同周期，确实认为有很强的反应能力和适应能力，你的基金也是这样，我通过对你的基本面研究，认为这个基金本身就具有很强的基本研究能力，有复杂的风险管理文化，就是非常精细的复杂的风险管理文化，这样我投你我放心，你的竞争优势一定包含在你的研究质量、你的信息网络，包括你能够接触到的专业网络中，它有一个背后的潜在哲学，就是说"物以群分、人以类聚"，你是什么样的人就跟什么人在一起。总之，透明度、一致性、连续并且是可重复的业绩以及策略和战术，都是非常具有执行力的。

要回避的第一是那些号称自己掌握了天机，可以解决一切的。第二是经不起检验的。未经磨洗的宝剑我不认为它是很好的宝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剑,没准一碰就断了。第三是你的组合里有流动性差的证券或基金工具。马道夫来了我们公司十趟,每一趟都非常容易地有力说服,但是高层的人通不过,高层说他业绩太好了,不可延续,这么简单的理由就把他给否了,这就是第四。太年轻,规模又不够,最后流动性管理、规模管理都没办法控制的,这种基金我们都规避掉,这是第五。"四个准星"、"五个回避",在图上已经做成了一个鼎——在中国我们把这个结构叫作鼎,比较稳定。比如我们看其策略,从上到下,上面我们关注的是宏观经济和地缘政治,这样可以决定最大的,接着下来就是从下到上,考察各个对冲基金的策略并对其设定的机会策略进行评估。

我们非常重视作三大尽职调查,包括财务的、运营的、风险的,还有一个可量化的业绩记录。我跟做 PPT 的人说,我们做一个太极来说明这个自我调查的体系,在中国特别容易被理解。一阴一阳之谓道,管理无外乎此,很简单就是道家思想。内部也是采用这个逻辑,对外部选择对冲基金经理这么做,内部也是这样的,包括风控和投资选择,后面可以介绍比如我们委员会的设置里面,主席负责什么,记录员负责什么,每个环节都非常清晰,职责也很清楚。主席就是仲裁,有不一致意见听他的。意见记录,说这个书记员不是我们中国的秘书,不是弄一个小姑娘在那儿记录一下,实际上他是主要的基金经理。

大家可以清晰地看到,刚才的太极图里面可以看到各个角色是怎样驱动转起来的,转的核心就是两边的委员会,这个委员会如何能够实现对已有的基金随时跟踪,把新的基金随时提上单子来,有风险的随时剔除。它通过一系列的流程来运营,对委员会的角色定义得非常清晰(见图 2)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

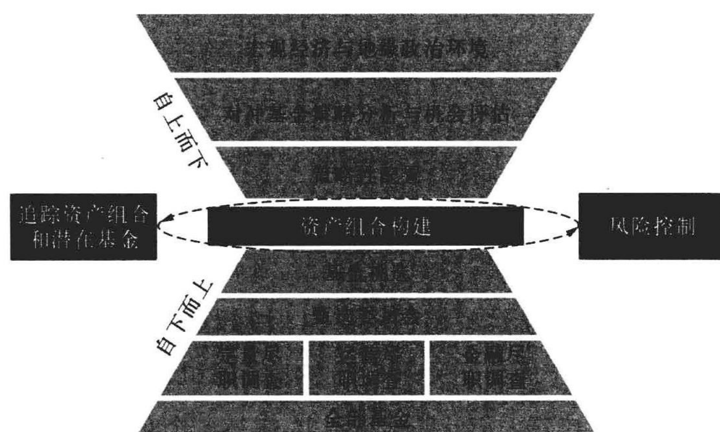


图 2　投资管理流程

这就是刚才说的基金的小宇宙怎么出来的。我们 2007 年的时候覆盖的对冲基金就是 9 996 只，到 2008 年整个对冲基金的数量少了，现在我们保持密切联系的有 7 000 多个，在三个平台里边，就是刚才讲的日内瓦、巴黎、伦敦。我们选择基金的流程就是负责把 7 000 个变成 100 个，由大到小，也是经过五行，实际上就是走五步。第一步，运用内部网络，人际关系网络，利用托管行和基金的发行人，来保持我 7 000 个基金和新增基金的来源，实际上是历史上保有的关系，尤其是投资过索罗斯、投资过鲍尔森一系列非常知名的基金经理人，别人觉得他的基金哪怕买一点点，就是对他身价的肯定，认为这么一个聪明的人买我肯定不差，使我们从 7 000变 100 撒钱容易得多（见图 3）。

这里面的细节在光盘里可以仔细分析来看，比如我们作四大尽职调查，尤其是通过直接面见经理人，这个是特别关键的，这是集中的体现，也是这个家族团队里面特别独有的，他们有独特的谈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3　对冲基金的选取需要经过细致和严格的流程

话技巧。

下面进入到第二个最重要的问题。比如我们面临一些国内优秀的私募基金经理人（比如下面坐着的吕先生），我们怎么样能够选择到他？实际上你要研究别人为什么选你，别人怎么作尽职调查，比如他怎么作运营和合规的尽职调查，后面的图，比如运营风险、评估值风险、托管风险、赎回风险，这些都是概括性的东西，但是看后边我们总结的最佳实践和危险情势，这个是最清晰的说明，帮你跟目前我们国内引以为荣的阳光私募对比一下，哪些东西是不能有的。我对比了一下，恰恰相反，绝大多数的私募是我们的右边，在危险的情势一边，比如大部分是“一人秀”，就是独角戏，当时有一个特别出色的英雄在公募里边出来了，开始了他的传奇故事，左边是正好跟他对称的，我想以后请金老师来归纳总结。

比如说只有一个合作的关联的券商，容易发生内部交易，这个是很普遍的，因为券商为了拉住这些私募基金经理人，拼命给他优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惠政策，说你一定要都在我这儿，但这个是外部 FOF 来选的时候最忌讳的。比如说你过去合规行为有没有可疑的地方，你的公募基金是不是经得起检验，这些东西都是现在出来的人所张扬的，他在公募基金里面赚了多少多少钱，才出来设立私募基金。

现在往下看哪一条对比是特别有意思的，我特意写了一到五，这每一项在阳光私募里面都可以找到对应的偶像或者形象群体。我认为这不是坏事而是好事。行业的初期如果有这样的出来，我们就知道榜样是什么样的，就知道运营模式和规范经验在哪里，我今天跟大家交流的就算是没有枉费金老师的苦心。

举个例子：我们作运营调查的过程里边如何能够帮助对冲基金改善它的组织架构？实际上这就是说国内的阳光私募与其等待利用法规来督促自己改进，不如利用专业的投资者来帮你改进更好，这是市场的力量，这是真正的买方。而且他会帮你建平台，他会帮你训练眼光，邀请基金的基金来看一看，最终从每个人的不同眼睛，两只眼睛、四只眼睛，就不是戴眼镜的四只眼睛，就具备了看四方的能力。

风控就更加重要了。在罗斯柴尔德我们有四层风控体系，就是集团、银行、每个子公司、子公司里面的每个团队；同时，内部架构里面也设计了非常详细的风控的安排。风控委员会的角色就是跟踪并且控制所有约束条件下可能影响的产品，无论是来自监管还是来自内部，然后要给这些来自约束条件定量的东西判断它的配置，判断它的多样化的比率，判断它的流动性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最重要的，委员会必须负责跟踪交易量的控制，比如国内的公募基金是量的5倍。按照它的概念来看，国内的公募基金甚至比对冲基金还对冲基金，也就是刚才专家讲的，对冲基金的交易策略被国内的公募基金用得非常熟练。

特别要注意的就是，现在我们基金买一个对冲基金的时候，对流动性的风险特别关注。现在，对冲基金特别关注流动性的策略。我们要对基金资产的负债、结构进行分析，同时要分析在最极端的赎回发生的时候怎么样，要分析的是流动周期，国内叫赎回线，这个控制住、保证住，不要发生影响你声誉的事而赎回不了了。这里边展示了我们的四层风控体制。

实际上，还有一层最严格的控制，就是罗斯柴尔德家族对人的控制。它信任你，但是检查你，无时无刻不对我们每一个经理人采用立体式的检查，就是说你工作可以做得慢一点，但是不能发生错误。

下面对行业的发展再稍微说一些。根据我们对对冲基金的基金的研究，可以看出我们现在的多元策略对冲基金在整个对冲基金行业过去的表现。即使到2010年，采用多元策略的对冲基金四个产品，仍然比直接投资对冲基金、比其他的基金策略带来了相对高的风险调整以后的回报。

这里举了两个例子。跟指数相比，跟债券相比，现在我们选出来的两个多元投资策略的基金的回报波动性很小，同时回报相对来说又达到了满意的程度，我们投资索罗斯我们的基金到2004年为止已经40年了，索罗斯给我们每年贡献34%。我们这个LCH基金连续40年14.7%，现在在网站上刚刚给我们做了一个电脑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视频，把它的投资流程视频化，用一个视频流来展示它的投资流程。我们这个基金的规模也不是特别大，但是始终一直保持这种稳健的风格。

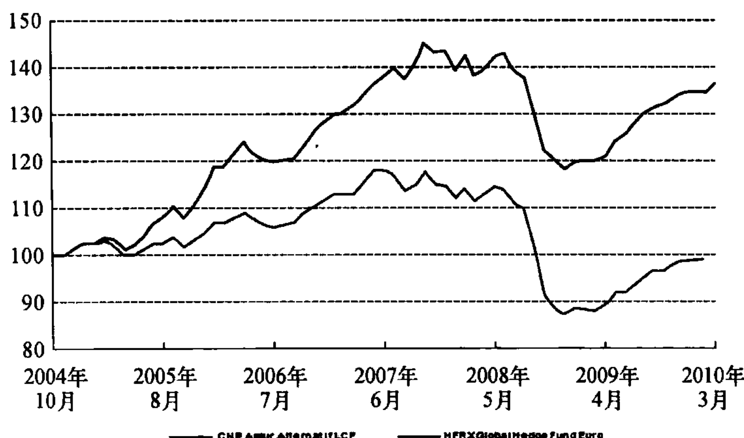


图 4　LCH 基金 2004 年 10 月成立以来业绩

现在，对冲基金行业又重新开始引起追求绝对投资回报的资本的重视。有几大迹象。比如，我们发现：机构的赎回，即使在 2008 年危机的时候也只占到整个赎回的 17%，其他的大部分富人一受到惊吓就像小鹿一样跑掉了。现在，对冲基金的基金已经渐渐地成为帮助对冲基金再寻找新的资本的主导性或者叫引导力量。我们预期在 2013 年，整个另类投资行业对冲基金和对冲基金的基金会达到 2 600 亿美元。这就是刚才我们所说的美国前 20 大机构投资者，已经超过了 1 万亿美元的资产，他们用了大体上范围是在 3%—59%的资产配置在另类投资里面，通过刚才我所说的这种服务模式，有 35%。

现在，整个对冲基金行业经过风暴的洗刷已经变得更干净了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时最佳实践越来越被更多的人接受。我认为，将来在中国的银行体内作为理财产品的基金可能会比公募基金有更长远的前景、更大的空间。

现在利用一点点时间大家可以看一下我们公司对2010年另类投资的各种策略——大概50种策略，这里面列举了大概10多种。比如说宏观我们是看平的，商品和数量投资可能会减少一点，新兴市场里面可能会增加很多，商品也会保持。对大家来说，可以据此来镜像你的中国策略。

这里举两个小例子，我们采用多元的对冲基金的基金这种模式来做整个对冲基金投资配置的一个方案，比如说每一个方案都是很整合、很复合的，既有宏观交易，又有套利，追求的是一个圆。我上次笑着对基金经理们说：我们老祖宗一直追求，追求圆满、追求周易，周易就是周密的交易。他们就笑，我说：中国人跟犹太人是很像的，对于资本的理解完全是全人类大同的深刻的小宇宙理念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本控股基金概况

资本控股基金(The Capital Holdings Funds)是全球第一个也是至今仍运行良好的多赢对冲策略基金,是索罗斯基金的第一个投资人。以下是对其概况的英文介绍。

The Capital Holdings Funds







An overview
April 2011

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE CAPITAL HOLDINGS GROUP OF FUNDS

The funds use a multi-manager approach

And make money for investors:

	Launch Date	Size US $bn*	Gains made for investors since inception ^ US $bn	2010 Performance (to 31 DEC)	YTD Performance (to 25.05.2011)
Leveraged Capital Holdings US$ and € Class	Nov 1969	1.5	1.7	+13.5%	(0.2)%
Leveraged Capital Holdings Gold Class	Jul 2009	0.1	0.05	+45.8%	+6.36%
European Capital Holdings	Nov 1998	0.8	0.5	+16.0%	(2.8)%
Trading Capital Holdings	Jul 2003	0.8	0.3	+8.6%	(1.4)%
		3.2	2.6		

^to 31.03.2011, unaudited
*Net gains made for investors since inception after all fees
Totals include $0.3bn of AUM and $0.2bn of gains for LCH and ECH from their investment in TCH

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

OPERATIONS – ZERO LOSS TARGET FROM OPERATIONAL RISKS

The Capital Holdings Funds target zero loss from non-investment operational risk and have historically managed to avoid all the major "frauds" and "blow-ups"

Well known "frauds" and "blow-ups"

The following funds lost investors' money for reasons other than investment error:

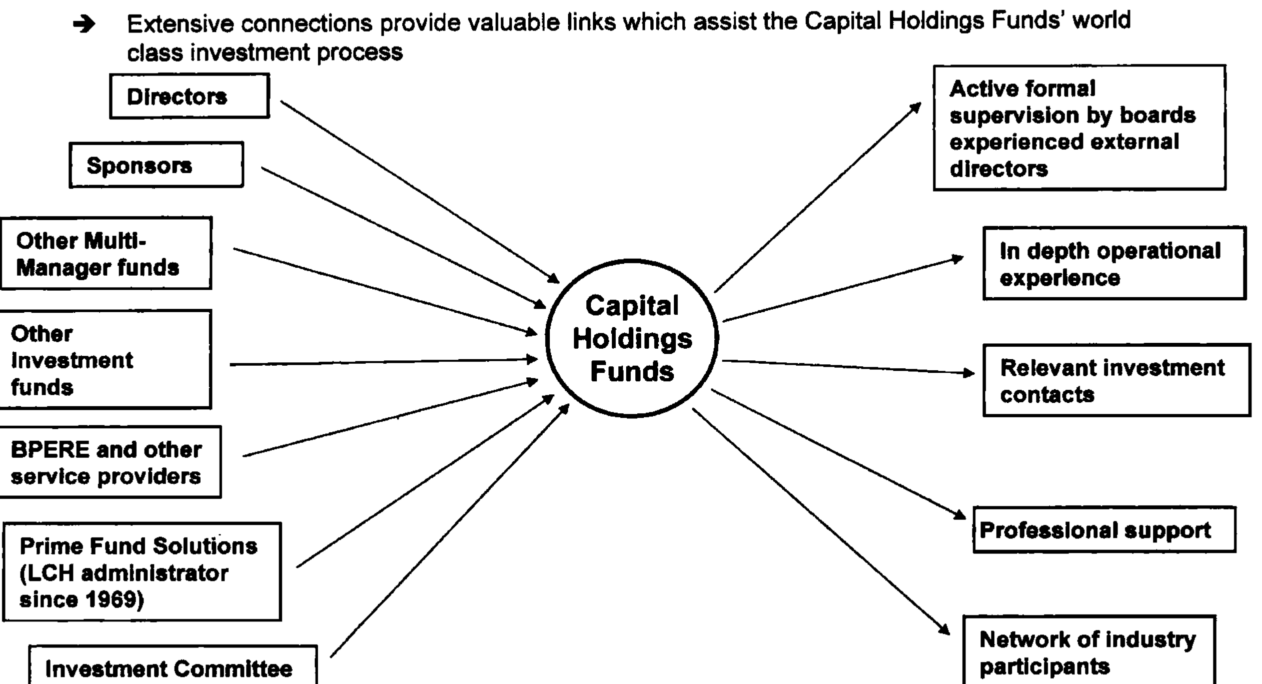
- Weavering – Magnus Peterson (2009 - $0.6bn; held worthless derivative position with company affiliated with the CEO)
- Madoff – Bernie Madoff (2008 - $18bn; ponzi scheme)
- Peloton – Ron Beller (2008 - $1.8bn; could not meet margin calls)
- R3 – (2008 - $1bn; prime broker counterparty Lehman failed)
- Amaranth – Brian Hunter (2006 - $6bn; manipulation of market prices)
- Millennium – Israel Englander (2005 – massive $180m penalty from SEC, partly paid by fund; fraudulent investment scheme)
- Bayou – Samuel Israel (2004 - $0.4bn; funds used for personal use)
- Beacon Hill – John Barry (2004 - $0.3bn; trading improprieties)
- Chronos – Mitchell Dong (2003 - fraudulent late trading investment scheme)
- Lancer – Michael Lauer (2002 - $0.5bn; overvaluation of worthless private equity investments)
- Lipper – Edward Strafaci (2002 - $2bn; overstating of returns and overvaluation of positions)
- Manhattan – Michael Berger (2000 - $0.6bn; overstating of returns and overvaluation of positions)
- LTCM – John Meriwether (1998 - $5bn; leveraged >25 times in illiquid positions)
- Askin – David Askin (1994 - $0.6bn – misleading valuations of mortgage backed derivative positions)

Neither LCH nor TCH had any investment in any of the above "frauds" or "blow-ups"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE CAPITAL HOLDINGS FUNDS – WELL CONNECTED

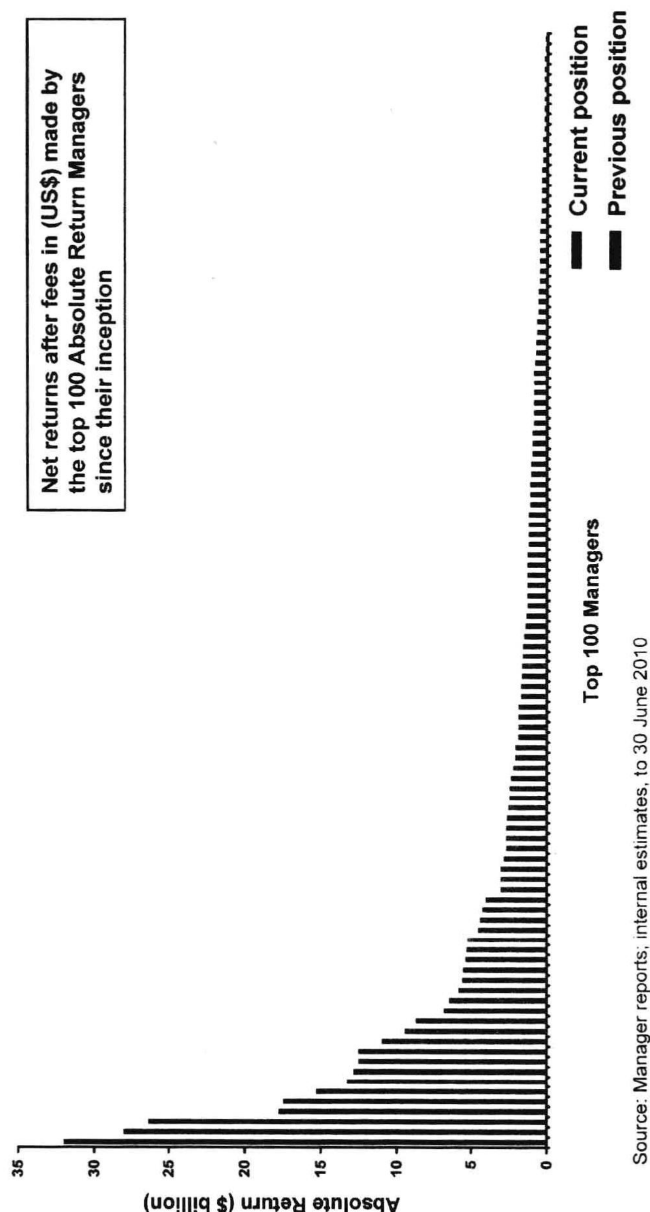
➔ Extensive connections provide valuable links which assist the Capital Holdings Funds' world class investment process



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

WE KNOW THE MANAGER UNIVERSE

The top 100 managers in the world have generated $383 billion of profits for investors, net of all fees



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

LCH – THE LEGEND

OFFERING CIRCULAR

800,000 Shares

Par Value (U.S.) $1.00 Each

of

Leveraged Capital Holdings N.V.

(Incorporated under the laws of the Netherlands Antilles and established in Willemstad, Curaçao, Netherlands Antilles)

ISSUE PRICE $20.00 PER SHARE

Leveraged Capital Holdings N.V. ("LCH") was incorporated as an investment company under the laws of the Netherlands Antilles on 10th July, 1969. Its principal objective is the long-term growth of capital through diversified investments in companies or partnerships operating as so-called offshore funds invested primarily in United States securities. LCH's portfolio adviser is L.C.H. Investments N.V. (the "Investment Adviser"). The Investment Adviser has engaged Brown Brothers Harriman & Co., New York, N.Y., to act as United States consultant.

Shares will be issued in bearer form in denominations of 5,50, and 500 shares, and will only be issued when fully paid. The share certificates have been duly stamped in the Netherlands Antilles and are therefore not subject to stamp duty in The Netherlands.

Application has been made to list the shares of LCH on the Amsterdam Stock Exchange.

The shares are offered by the Underwriters, subject to prior sale, when, as and if issued and accepted by the Underwriters and subject to other conditions. It is contemplated that delivery of the shares will be made on or about 11th December, 1969 at Pierson, Heldring & Pierson, Herengracht 214, Amsterdam, The Netherlands.

Pierson, Heldring & Pierson — Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.
N. M. Rothschild & Sons — La Compagnie Financière

28th November, 1969

- ➔ Stable group of "sponsoring institutions"
- ➔ Only two Chairmen of LCHI in 41 years:
  - Georges Coulon Karlweis (1969-2001)
  - Rick Sopher (2001 – to date)



Georges Coulon Karlweis **Rick Sopher**

- ➔ World class Investment Committee

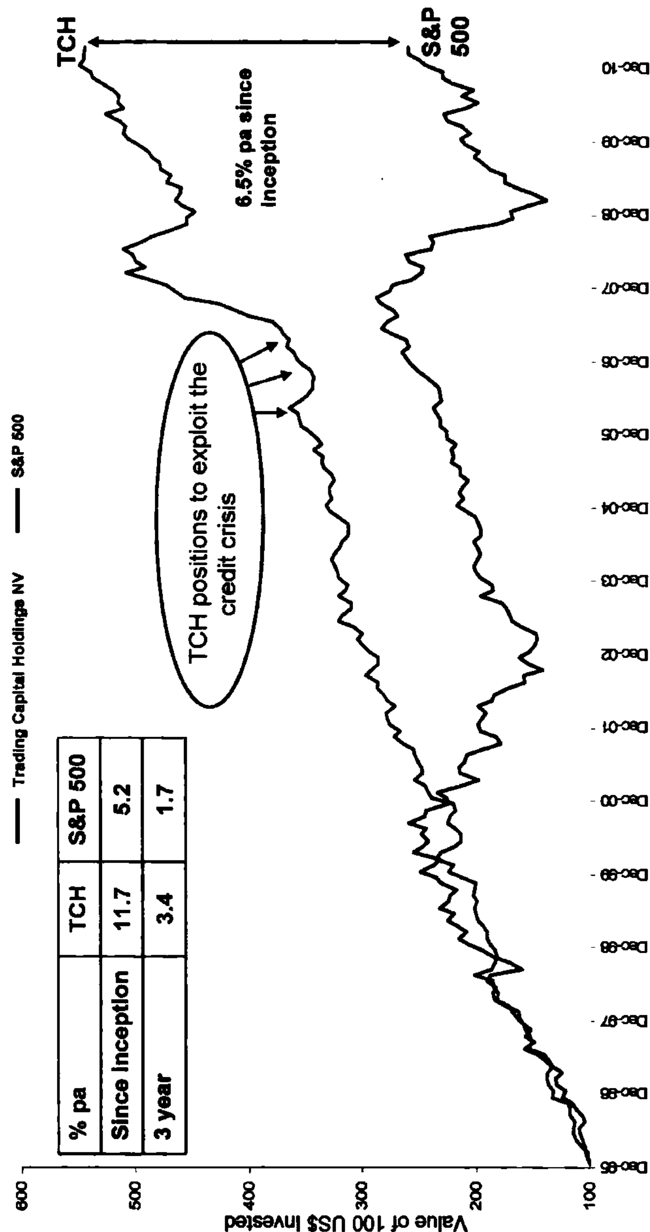
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A WORLD CLASS INVESTMENT PROCESS

Heavily dominated by the investment committee of senior, experienced investment professionals, drawn from different organisations, including:

Name	Organisation	Location	Hedge Fund Experience (yrs)	LCH	ECH	TCH
Rick Sopher	Edmond de Rothschild Group	London	18	Chairman	Chairman	Chairman
Richard Katz	Various, including Soros Fund Management	New York / Italy	32	Member	-	-
Antonio Foglia	Owner, Banca del Ceresio	Switzerland	28	Member	-	Member
David Erskine	Director, The Atlantic Philanthropies	UK	22	-	Member	Member
Dirk-Jan Schuiten	MeesPierson	Amsterdam	13	-	Member	-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



% pa	TCH	S&P 500
Since Inception	11.7	5.2
3 year	3.4	1.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

STRATEGIC FUND POSITIONING

2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011

GLOBAL MARKET THEMES

Eurozone consolidation
9/11
Loose Monetary Policy
Global housing bubble/Structured credit boom
Credit crisis
Bank recaps
Sovereign debt issues
TMT Crash
High Yield Bust and Frauds
Increased risk appetite: 'hunt for yield'
LBO boom/Leveraged equities
Commodity boom
Global recession
Search for yield
Globalisation and disinflation
EU expansion
Natural resource sector consolidation
Emerging markets growth

PORTFOLIO ALLOCATION THEMES

Increased global macro and CTA allocation
TCH Launch
Concentration of TCH with discretionary managers
Emerging markets
Increased global macro
Long distressed credit
Portfolio Hedging
Elimination of long-biased equity managers
Start-up equity managers/Nursery fund
Opportunistic global managers
Flexible stock-pickers
Hedged equities
Restructured equities/Credit
Short corporate credit/monoline insurers
Mining/Energy Stocks
Short subprime mortgages
PIIGS and E.Europe strains
Long levered equities and global cashflow generators

STRATEGIC DECISIONS AND OVERLAYS

Short corporate credit
Global interest rate steepeners
Inflation and Deflation hedges/LCH Gold class
Short subprime RMBS/ABX hedges
Long-only equities
Short JGBs/JPY/UK

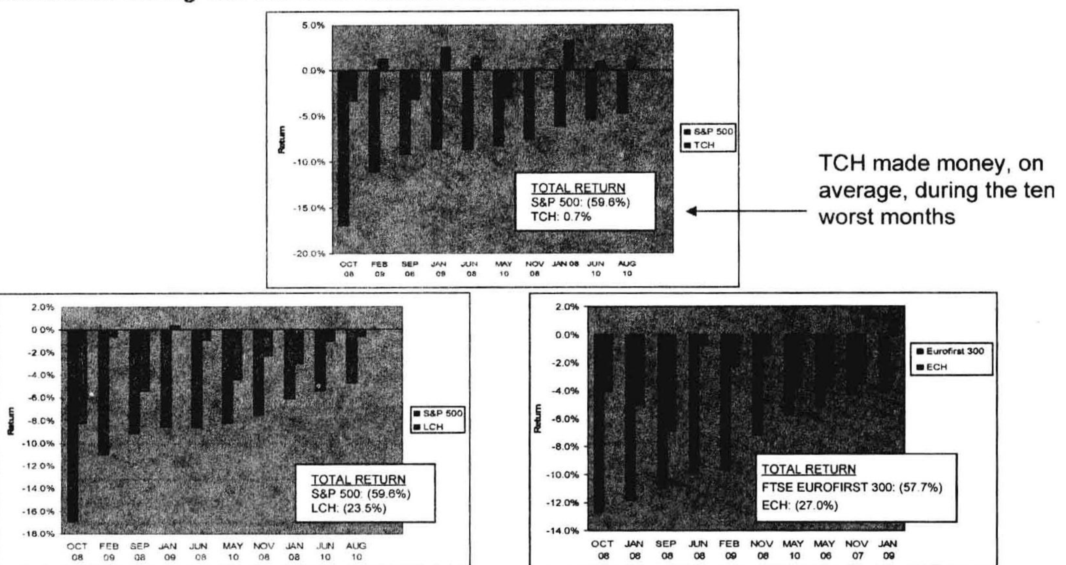
● Trading Capital Holdings ● Leveraged Capital Holdings ● European Capital Holdings ● all Capital Holdings Funds

→ Funds are strategically positioned to take advantage of global market themes

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DOWNSIDE PROTECTION

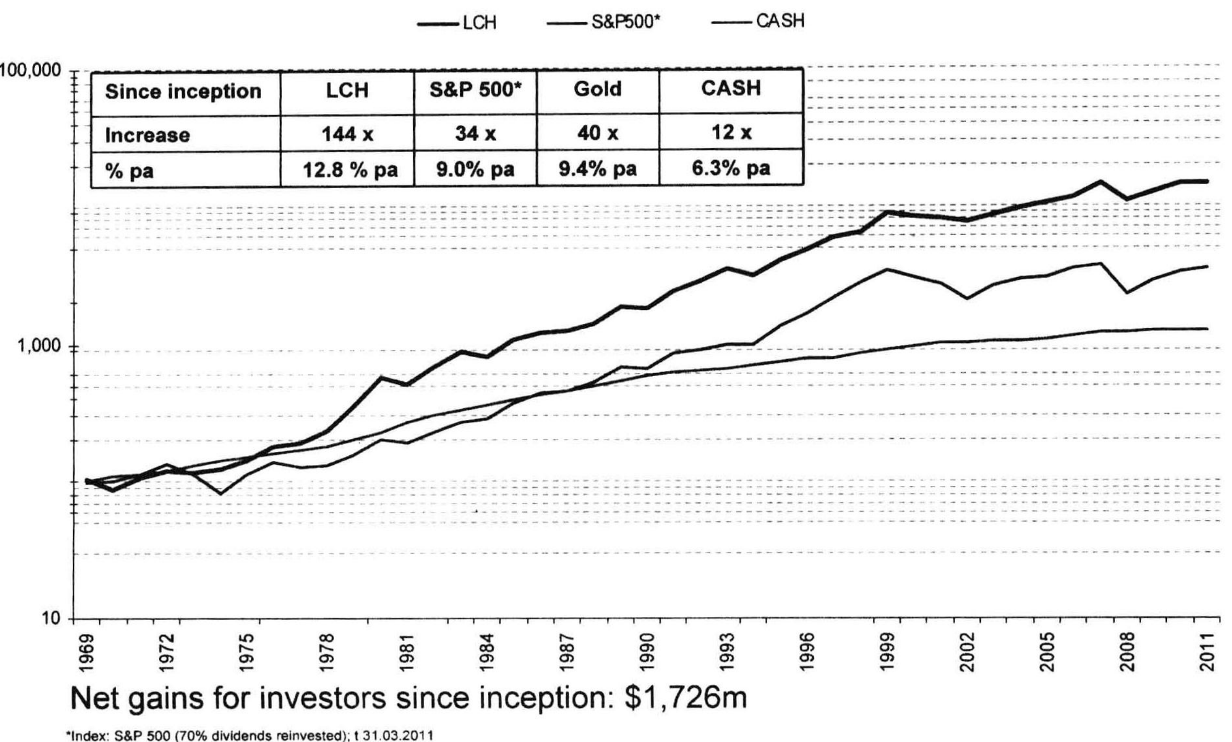
- ➔ **Downside protection is critical, especially in crisis moments**
- ➔ **Performance During The Ten Worst Months for the Market Index:**



While equity markets fell by 58% in the ten worst months over the past 5 years, LCH and ECH fell by less than half the index.

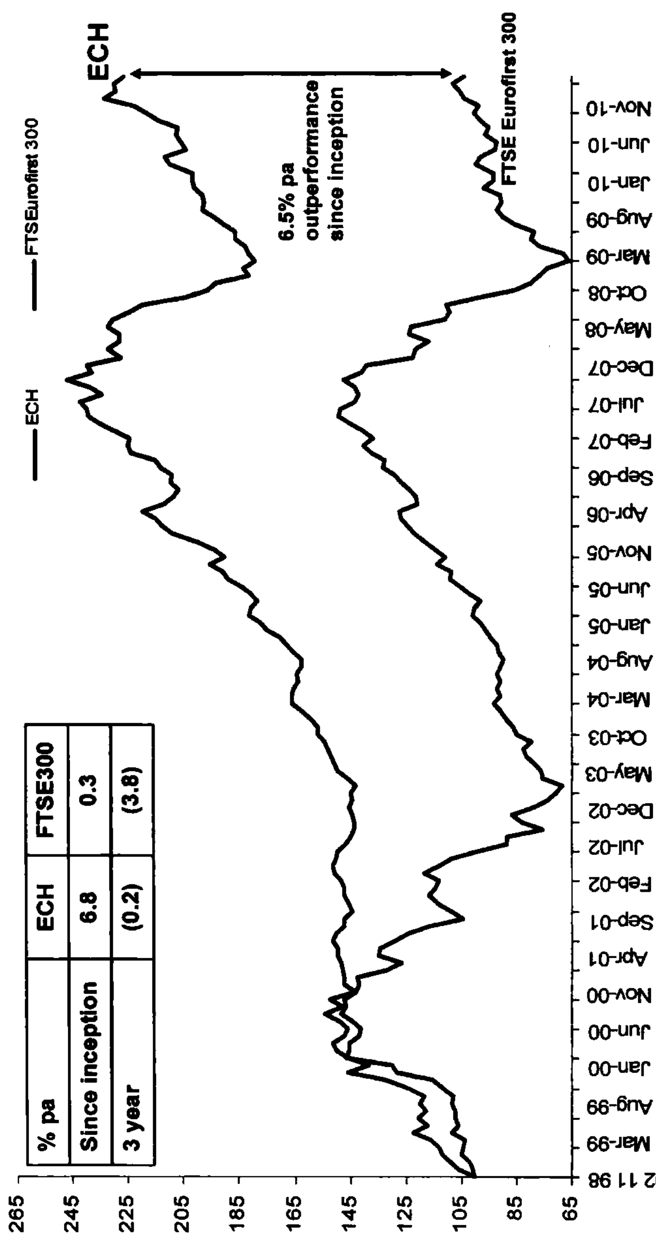
All the funds have also provided downside protection over their full history since launch

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

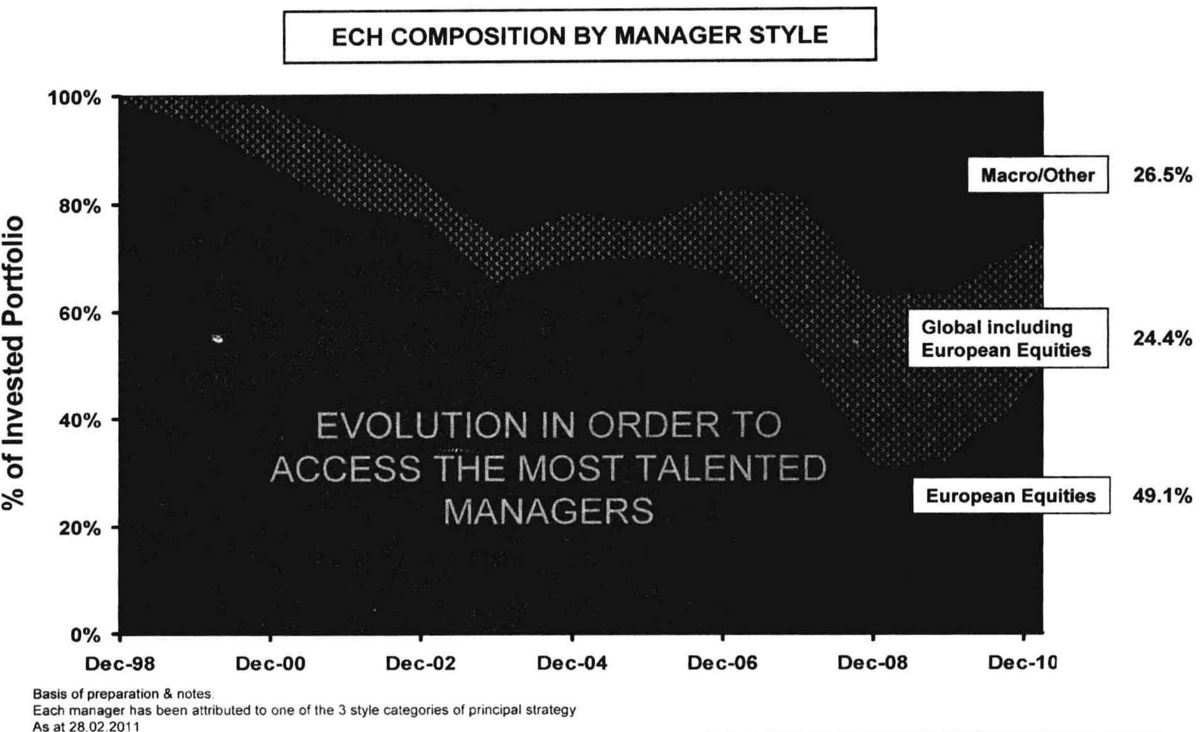


Since inception	LCH	S&P 500*	Gold	CASH
Increase	144 x	34 x	40 x	12 x
% pa	12.8 % pa	9.0% pa	9.4% pa	6.3% pa

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

THE CAPITAL HOLDINGS FUNDS PERFORMANCE TO 31 MARCH 2011

- ➔ All the funds have substantially outperformed the comparable index by a significant margin since inception
- ➔ These superior returns have been achieved with significantly lower volatility

	LCH	S&P 500 (70% dividends reinvested)	Out-performance by LCH	ECH	FTSEurofirst 300	Out-performance by ECH	TCH
YTD (%)	0.8	5.8	(5.0)	(2.9)	0.3	(3.2)	(1.0)
3 years (% pa)	1.3	1.7	(0.4)	(0.2)	(3.8)	3.6	3.4
5 years (% pa)	5.9	2.0	3.9	1.0	(3.9)	4.9	8.7
Since inception (% pa)	12.8	9.0	3.8	6.8	0.3	6.5	11.7**
Volatility (%)*	*9.4*	*21.9*		*8.8*	*19.7*		*5.8*

** Volatility measured as annualised standard deviation of monthly returns over last 3 years*

All data is unaudited to 31.03.2011

LCH and TCH return relates to US$ (Class A) shares

**Performance of TCH includes performance from 1996 onwards representing the investment return achieved by Leveraged Capital Holdings in its portfolio of traders and macro managers. TCH became available to investors other than to LCH on 30 June 2003

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AWARD WINNING FUNDS

	InvestHedge Awards	Financial News Awards	HFMWeek Awards
TRADING CAPITAL HOLDINGS	WINNER 2007 & 2009 Global Macro Fund of the Year Nominated 2008 & 2010 Global Macro 2007 Overall Fund of the Year		
EUROPEAN CAPITAL HOLDINGS	WINNER 2010 European Strategies Fund of the Year Nominated 2003, 2004, 2009 European Strategies		WINNER 2010 Fund of Hedge Funds Multi Strategy
LEVERAGED CAPITAL HOLDINGS	WINNER 2010 New Fund of the Year – LCH Gold Class Nominated 2009 New Fund – LCH Gold Class 2004, 2007 & 2008 US Strategies		
The Capital Holdings Funds/Edmond de Rothschild Group	WINNER 2007 & 2010 Group of the Year Nominated 2008 & 2009 Group of the Year	Nominated 2010 Award of Excellence	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

RESULTS AND PRIZES



PERFORMANCE OF US EQUITY FUNDS OF FUNDS OVER 5 YEARS TO MARCH 2011

1st out of 58 →

Rank	Fund Name	AUM (US$M)	5YRS	3YRS	1YR	YTD
1	**Leveraged Capital Holdings- G**	**1611.8**	**83.1%**	**83.1%**	**40.5%**	**8.3%**
2	Sentinel Fund LP	90.0	50.9%	6.7%	3.8%	1.0%
3	Absolute Invest Ltd	481.2	43.7%	-0.3%	-5.9%	4.2%
4	Fundamental LP	34.6	41.5%	11.9%	14.6%	2.4%
5	Magnitude U.S. Partners	317.5	39.5%	13.6%	7.6%	1.9%
6	van Biema Value Fund LP		35.4%	30.0%	12.5%	4.6%
7	**Leveraged Capital Holdings**	**1611.8**	**33.1%**	**3.8%**	**9.7%**	**3.6%**
8	van Biema Value Fund Ltd	361.6	32.8%	28.8%	12.5%	4.6%
9	Voyager Partners LP	145.4	32.8%	12.6%	9.0%	3.1%
10	Ark Multi-Manager Fund LP	6.3	32.7%	8.8%	15.1%	2.6%
11	Invitational Opportunity Fund LLC	34.4	31.2%	14.6%	6.9%	2.5%
12	Sharpe 4 International Ltd	14.0	30.2%	11.8%	9.8%	2.7%
13	Sharpe 4 Partners LP	50.0	30.2%	11.8%	9.8%	2.7%
14	Sire Partners, LP	380.7	29.1%	8.5%	9.4%	2.7%
15	American Selection Holdings N.V.	316.2	27.7%	6.8%	8.9%	3.5%
16	Lyrical Multi-Manager Fund LP	267.0	27.6%	-3.2%	8.6%	4.5%
17	A.P Opportunities Fund LP	412.0	26.8%	4.0%	7.3%	2.2%
18	Magnum U.S. Equity Fund	9.0	24.9%	11.1%	6.3%	1.0%
19	Prima Capital Fund Ltd A USD	264.0	23.7%	8.0%	7.3%	2.6%
20	New Providence Associates LP	150.0	22.4%	4.3%	0.3%	0.0%
57	DGC Long/Short Ltd - EUR		-2.4%	-8.5%	2.8%	1.2%
58	Invitational Partners Retirement Fund LP	6.1	-11.0%	-12.8%	7.8%	6.3%

Source: Investhedge
Data: to 31.03.2011

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

RESULTS AND PRIZES



PERFORMANCE OF GLOBAL MACRO FUNDS OF FUNDS DURING THE 12 MONTHS TO 31 DECEMBER 2010

8th out of 98 →

Rank	Fund Name	AUM (US$M)	12MTHS	YTD	36MTHS
1	Quaesta Capital FX-MMP 2XL - Class USD B1		11.5%	11.5%	16.0%
2	Edmond de Rothschild Prifund Alpha Traders A EUR		10.5%	10.5%	7.6%
3	Edmond de Rothschild Prifund Alpha Traders A USD	435.7	10.0%	10.0%	8.5%
4	HSBC Trading AdvantEdge Fund - GBP		9.0%	9.0%	16.7%
5	Centennial Global Macro Fund LP	171.4	9.0%	9.0%	27.9%
6	Morgan Stanley AIP Global Macro Fund LP	41.0	9.0%	9.0%	27.3%
7	HSBC Trading AdvantEdge Fund - USD	313.9	8.8%	8.8%	13.5%
8	**Trading Capital Holdings**	**754.0**	**8.6%**	**8.6%**	**16.2%**
9	HSBC Trading AdvantEdge Fund - EUR		7.9%	7.9%	12.7%
10	Blackpoint Global Trading Class A	106.2	7.5%	7.5%	10.8%
11	Albatross Alternative Asset Fund Ltd Class EUR		7.5%	7.5%	0.6%
12	Man Global Macro Strategies USD I	322.5	7.4%	7.4%	-3.0%
13	Blackpoint Global Trading Class B		6.8%	6.8%	4.4%
14	Opus Macro Fund - USD	88.0	6.7%	6.7%	9.0%
15	Cosmos Top Fund Ltd	12.7	6.7%	6.7%	25.1%
16	Telesis IIW LLC	28.0	6.5%	6.5%	7.1%
17	Albatross Alternative Asset Fund Ltd Class USD	63.0	6.4%	6.4%	-0.4%
18	Permal Macro Holdings Ltd - USD	5878.0	6.4%	6.4%	10.8%
19	Opus Macro Fund - EUR		6.0%	6.0%	8.9%
20	GAM Trading II USD Open	2456.5	6.0%	6.0%	19.5%
96	Olympia Global Macro Fund - EUR Class I		-1.7%	-1.7%	3.3%
97	AP Global Macro Fund - USD	7.0	-6.9%	-6.9%	1.6%
98	AP Global Macro Fund - EUR		-7.8%	-7.8%	-2.0%

Source: Investhedge
Data: to 31.03.2011

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

RESULTS AND PRIZES



2nd out of 44 →

PERFORMANCE OF EUROPEAN EQUITY FUNDS OF FUNDS OVER 1 YEAR TO MARCH 2011

Rank	Fund Name	AUM (US$M)	1YR	3YRS	5YRS	YTD
1	Groupama Active Equity	44.8	9.3%	4.0%	-5.3%	3.7%
2	**European Capital Holdings**	756.1	8.0%	-0.7%	5.3%	3.1%
3	GAM Multi-Europe - USD	13.2	7.1%	-1.4%	-6.1%	4.5%
4	GAM Multi-Europe II - USD	24.1	7.1%	-1.8%	-6.3%	4.4%
5	GAM Multi-Europe II - EUR		6.8%	-0.4%	-7.1%	4.5%
6	GAM Multi-Europe - EUR		6.7%	-0.3%	-7.0%	4.5%
7	HDF Eurovest Class A - USD	256.5	5.7%	3.9%	8.6%	2.9%
8	HDF Eurovest Class A - EUR		5.7%	2.3%	3.7%	2.9%
9	Edmond de Rothschild Prifund Alpha Europa A USD		5.6%	8.4%	9.9%	2.1%
10	Edmond de Rothschild Prifund Alpha Europa A EUR	136.3	5.6%	7.2%	6.9%	2.5%
11	Edmond de Rothschild Prifund Alpha Europa A CHF		4.4%	2.4%	3.2%	2.1%
12	Euro Select Ltd.	11.3	4.0%	-8.8%	-5.2%	2.7%
13	Lynx USD Inc.	36.0	3.1%	-11.8%	-9.4%	1.9%
14	Lynx Selection Holdings Ltd.	311.0	2.8%	-11.9%	-12.3%	1.9%
15	GHF Sicav Long Short Europe A	70.3	2.7%	4.3%	13.4%	3.2%
16	Key Europe Inc - NOK		2.4%	-2.9%	-0.5%	2.5%
42	UFG Alteram Optimal Equity	45.4	-3.9%	-17.6%	-18.9%	0.0%
43	HSBC European AdvantEdge Fund - EUR		-4.9%	-3.0%	1.5%	-0.2%
44	HSBC European AdvantEdge Fund - USD	7.6	-5.2%	-5.1%	2.3%	-0.3%

Source: Investhedge
Data: to 31.03.2011

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朋友和天命的“多赢对冲”(跋)

我和LCF罗斯柴尔德银行中国区执行董事总经理温天相识于他此前的工作机构华安基金管理有限公司。我们整整在一起工作了三年。2001年我作为第一个外国人基金经理，经过巴克莱资产和英国的朋友天命公司的资产管理实践，看好中国资产管理市场，在报纸上看到华安准备发行第一只开放式基金，便决定到最有机会的中国大陆来闯荡一下。我的梦想是成为中国的基金经理，把我的职业生涯的空间打开。

也许人是真的有“天命”，加入华安后我和温天在一起工作。当我想在上海安家的时候，既为投资也为长期生活在中国做打算。温天领着我一起看房，最后他向我推荐了他的小区，帮我一起去中国银行办外国人的按揭，当我的担保人。我们成了无话不说的朋友。直到现在我在平安罗素投资管理有限公司做执行副总经理，在中国的十年，我与温天很有缘分，总是不断在资产管理的各个年会上遇到他。每一次我们遇到一起，都能看到他在做一件非常有挑战性的事。他不断想出新产品的创意，并把当年设想的奥运体育概念在罗斯柴尔德做成了“2008金牌金”黄金挂钩产品。后来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他申请 QFII，领导罗斯柴尔德与中国海洋石油公司下属公司合资中海基金，并介绍中国银行入股罗斯柴尔德。每一年都能看到他做成了在别人看来不可想象的事。

我至今还记得，在华安的每一个星期，温天都让我通过画图的方式向他介绍国外的投资产品、策略、流程以及风险控制和交易执行。甚至我们俩在所住的小区遇到时也常常"看图说话"。我们两人的小孩在一边玩，我们则交流各自的想法。基金中的基金正是两年前我们交流时他提到的一个想法。不过，现在我在做的是基金中基金长线做多的品种，而温天提出的多赢对冲投资则是对冲基金的基金。

我们在华安基金的时候，参与了中国第一个开放基金的发行。第二个产品我就成为指数基金的经理。温天很快熟悉了各类公募基金产品的各个参与方，同时提出了种种有中国特色的产品设计、投资策略、市场发行、投研管理的理念。温天把全球的基金管理模式在纸上画下了不下几百张他所说的"脑图"，每天不停地琢磨。我记得 2003 年和 2004 年时就是他琢磨出了用信托来发行 fund of fund，以满足基金首发的规模。他找我们的股东单位上国投来做平台，请上海证大投资来做主投资人和投资顾问。这种做法三年以后成为阳光私募的标准。国有股减持政策导致的一次熊市中，华安基金在首发基金时非常担心首发的规模。那时候，温天就想出很多策略跟新华人寿等一些管理公司的投资人士进行交流。他提出了保单的 FOF。2004 年，当这些通过第三方来管理 fund of fund 的方法引入国内的公募投资领域时，大家还浑然没有察觉当时这种模式是国际上很流行的机构投资者操作模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在看到温天在爱德蒙罗斯柴尔德资产管理研究对冲基金中的基金和各种复杂多样的结构产品以及另类投资，我既感到开心，同时也深感他的不容易。他在工作中还继续学习专业会计和金融财务方向的MBA，十年时间把自己变成了一个多面专家，富有激情地开拓每一项工作。大概由于职业习惯，他把大量的时间用在写作上面。他常常说写作使人充实。长时间在中国的环境，我深知有些地方并不是很鼓励思维特别活跃的创意型资产管理人才。温天能在国企和老牌的外资机构生存，他自己一定也是一个多赢对冲策略的高手了。他告诉我在罗斯柴尔德既要从事合资基金公司的商业投资合作谈判，甚至股权拍卖、增资，同时还要跟中国银行等开发渠道，探讨定制产品，并且有时候也参与私募股权投资的一些跨境工作。但他最喜欢的其实是看人，发现资产管理的天才。

所以他今天把《多赢对冲投资》总结出来，非常不易，并且跟踪了中国很多阳光私募的做法，我一点也不感到意外，同时我也很愿意为他写一段话，让读者朋友喜欢他写的这些非常专门化的东西。

当我们再一次在陆家嘴论坛相遇的时候，发现今年我们又可以找到共同的话题。我说我就想起我们当初做了那么多图，现在这些结构在中国资产管理市场都呈现出来了。十年大变样啊！中国基金中的基金和对冲基金的基金一定会成为全国数一数二的市场。我们庆幸自己找到了好的国家、好的工作。

平安罗素投资管理(上海)有限公司副总经理　殷觅智

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



LCR Rothschild Group主席米歇尔以文代序，并高度称赞本书作者温天在罗斯柴尔德集团所作的贡献

国内首个开放式基金外国基金经理殷觅智（Ian Midgley）先生郑重推荐

国内开放式基金投资领域常青树、原华安基金管理有限公司投资总监王国卫推荐：多赢对冲投资，大道至简。温天这家伙和我在一起的时候就爱琢磨，现在他在罗斯柴尔德也改不了这个习惯。看他的东西，得有耐心，事后证明他总是看得比一些人远。

本书电子版即将推出，届时可在www.wte.hk及复旦大学出版社指定网址下载

ISBN 978-7-309-08204-3

定价：16.00元
www.fudanpress.com.cn